

Investor & Ettevõtja

Ajakiri juhile ja omanikule

KEVAD 2003

BALTCAP
BALTIKUMI SUURIM RISKIINVESTOR

HEX®



Merko Ehitus - kõige
väärtuslikum ehitusfirma LK 4



Mis määrab ettevõtte
hinna? LK 12



Riskikapitalist ettevõtet
hindamas LK 18



Aktsiatehingud Eestis
2002 september - 2003 aprill LK 22

Hea lugeja,

käesolev ajakiri "Investor ja Ettevõtja" on sündinud HEX Tallinna ja Baltcapi koostöös. Paljud tuntud ja edukad firmad on läbinud arengutee, mis algab (riski)kapitali kaasamisest ja jõuab uude arenguetappi börsil noteerimisega. Maailmas võib tuua näiteks Microsofti, Eestis Merko Ehituse.

Ettevõtjale tähendab taoline arengutee pikaajalist organisatsiooni arendamist ja kasvatamist. Samuti ettevõtja enda professionaalsuse tõusu. Kindlasti ei saa Eestis olema palju firmasid, kes taolise arengutee ette võtavad ja suudavad börsi jaoks piisavalt suureks kasvada. Pikaajaliselt edukas avalik firma on pigem tippsaavutus ettevõtluses.

Eestis on tekkinud institutsionaalsete investorite ja stabiilselt kasvava jõukusega erainvestorite näol potentsiaalne omanikkond, kes võib jääda ustavaks ettevõttele aastateks ega torma iga börsi tõusu ja mõõna ostuks või müügiks ära kasutama. Teisisõnu, on olemas kohalik nõudlus avalike tugevate firmade järele, mis omakorda tähendab noteeritud firmadele suuremat likviidsust ja kõrgemat hinda.

Kuigi kohalike investorite tunnustus on kõige tähtsam, on kahtlemata lisateguriks Eesti liitumine Euroopa Liiduga, mis muudab ka välismaalastele investeerimise lihtsamaks ja kindlamaks ning vahe sarnaste ettevõtete hindamisel Skandinaavias ja meil väheneb.

"Investori ja Ettevõtja" seekordseks teemaks on ettevõtte väärtus. Kui palju on ettevõtte väärt, kuidas keskkond, erinevad tegevused ja ajalugu mõjutavad ettevõtte hinda. Just väärtus on see, millele peaksid ettevõtete juhid ja omanikud tähelepanu pöörama. Väärtust toodab kasum, kuid mitte ainult. Selle ajakirja numbrile olemegi teinud selleks, et näidata, mis ja kuidas väärtust mõjutab. Tõnu Peki ja minu artiklid räägivad sellest, mida arvestavad riskikapitalistid ja strateegilised investorid ettevõtte hindamisel. Aavo Kokk ja Tiit Efert räägivad loo Merko Ehitusest, edukast Eesti avalikust ettevõttest. Lisaks on ajakirjas praktilisi näiteid erinevate ettevõtete hindamismeetodite kohta ja ülevaade Eestis viimase kuue kuu jooksul sündinud tehingutest.



Kristjan Kalda
partner, Baltcap

SAS tahab Estonian Airi



Põhjamaade suurim lennukompanii SAS on juba kaua üritanud omandada osalust Eesti rahvuslikus lennukompaniis Estonian Airis. Lõpuks võib see unistus ka täituda, sest praegu 49 protsenti aktsiatest omav Maersk Air tahtvat osalust firmas ära müüa.

Lennukompanii ülejäänud osa on Eesti riigi ja investeerimisfirma Cresco käes.

Crescol on osanikuna ka aktsiate eelisostuõigus. Riik ei tohi aktsiaid juur-

de osta. Samas peab Eesti kapitali osalus Estonian Airis olema vähemalt 51 protsenti, sest muidu poleks lennukompaniil võimalik tegutseda Eesti firmana.

Mullu 765 miljoni krooni suuruse maksude-eelse kahjumi teeninud SAS on pilgutanud silma ka soomlaste Finnairile ning leedulaste Lithuanian Airlinesile. Läti rahvuslikust lennukompaniist Air Baltic kuulub SASile 47,2 protsenti.

Leedulased Rimiga lõpuks Eesti turule

Leedu kaubandushiid Vilniaus Prekyba kaalub mõne Eestis tegutseva poeketi omandamist, ühe võimalusena nähakse Rimi-kaupluste ostmist.

Maailma suuruselt kolmanda jae-müügikontserni, Hollandi Royal Aholdi raamatupidamis-skandaali järel teatasid tema Põhjamaades ja Balti riikides Rimi märgi all tegutseva tütarfirma ICA Aholdi kohalikud esindajad, et juhtunu ei mõjuta kuidagi Rimi tegevust Eestis-Lätis-Leedus. Analüütikute hinnangul võib siiski mõjutada. Poeketi laiendamisotsused aeglustuvad ning teravamalt kontrollitakse juba tegutsevaid kauplusi.

Tekkinud situatsiooni üritab ära ka-

sutada Vilniaus Prekyba (VP Market), kes on tunnistanud oma huvi osta Eesti Rimi.

VP Market lubas juba kahe aasta eest, et rajab Eestisse kiirelt 50 kauplust. Vahepeal üritati osta makseraskustes Spari, kuid seegi tehing jäi katki. Küll on leedulased väga agressiivselt laiendamas oma tegevust Lätis, kus VP Marketil on praegu 48 poodi. Tänavu plaanitakse seal avada veel 26 T-Marketit ja 6 Maxima hüpermarketit. Viie kauplusetüübiga – Maxima, Medima, Minima, Baze ja T-Market – opereeriva VP Marketi mullune käive ulatus kokku ligi 14 miljardi kroonini, grupis töötab 2400 inimest.

Kahjumis Jõhvi Piim saab uue omaniku

Ketistuva kaubanduse surve viimased aastad kiratsenud Jõhvi Piima ostmise üle peavad läbirääkimisi Jänksi kohukestega kuulsust kogunud AS Maag ja Eesti üks suuremaid juustutootjaid E-Piim.

Viimased kolm aastat on Jõhvi Piim olnud stabiilses kahjumis, mis on tingitud peamiselt vähestest turustamisvõimalustest. Kinnitamata andmetel ulatub firma võlakoorem praegu 21 miljoni kroonini ning mõni miljon on vaja investeerida eurotunnustuse saamiseks. Seetõttu ei küüni ettevõtte müügihind kahe miljoni krooninigi, sest ostjal tu-

leb üle võtta ka kõik Jõhvi Piima kohustused.

Ettevõttel on praeguste majandusnäitajate põhjal võimatu laenu saada. Samuti puudub firmal siiani luba viia oma toodangut Euroopa Liitu. Praegu on tööstus ajutiselt tunnustatud 15. oktoobrini ning selleks ajaks tuleb firmal kõik puudused kõrvaldada.

Ühes kuus töötleb Jõhvi Piim umbes tuhat tonni toorpiima, millest valmistatakse jäätist ja linnapiimatooteid, nagu näiteks joogipiim ja hapukoor. Tootmisvõimsusi on aga üle viie korra enam.

Eesti investeerimisinfo nüüd ka internetist

Väärtpaberikontot omav eraisik ja ettevõtja saab nüüd ülevaate oma väärtpaberikontode seisust või ettevõtte aktsionäridest Eesti Väärtpaberikeskuse e-Registri vahendusel (eregister.hex.ee).

See on elektrooniline register, kus peetakse arvet kõigi Eestis avatud väärtpaberikontode, kogumispensionikontode ning kõigi Eestis tegutsevate aktsiaseltside aktsiaraamatute kohta. Registri pidaja on HEX Tallinna gruppi kuuluv Eesti Väärtpaberikeskus.

Registris olevad andmed ulatuvad tagasi aastasse 1995, mil loodi Eesti väärtpaberite keskregister.

Ösel Foodsi omanikud müüvad firma praegusele juhtkonnale

Ösel Foodsi enamusaktsionär Carl-Erik Sundblad alustas märtsi alguses läbirääkimisi oma osaluse müügiks firma praegusele juhtkonnale. Firma müügi põhjuseks on seniste investeerimiseesmärkide täitumine ja soov aktiivsest ärist tagasi tõmbuda.

Ösel Foodsi juhatuse esimehe Kuldar Leisi sõnul moodustuks võimalik uus omanikering samadest inimestest, kes on Öseli viimaste aastate turundus-, tootearenduse-, müügi- ning juhtimistegevuse taga. Uues omanikeringis jätkaks ka senine Ösel Foodsi vähemusaktsionär Toivo Alt.

Merko Ehitus - kõige väärtuslikum ehitusfirma

Tiit Efert ja Aavo Kokk näitavad, kuidas õigeaegne finantsinvestorite kaasamine ja börsile minek andis Merko Ehitusele võimaluse kiiresti areneda ning kuidas kaugelevaatav ja uusi võimalusi otsiv investeerimisstrateegia on teinud sellest kasumliku ja väärtusliku ettevõtte.

Merko Ehitus alustas nagu peaaegu iga teine Eesti ehitusettevõtte – juhtkond ostis erastamise käigus firma aktsiad. Merko Ehituse äriedu mõistmiseks peame uurima aga, mis toimus 1990ndate aastate teisel poolel, kui Eestis ehitusturg kiiresti kasvama hakkas ja kui tehti vahe sisse suurte ja väikeste firmade vahel. Merko Ehitus polnud tegelikult ainus ja ka mitte esimene börsile läinud Eesti ehitusfirma. Esimene oli hoopis EMV. Kuid olulise vahe tegi nende kahe firma vahel sisse see, kuidas börsile mindi. EMV aktsionärid otsustasid suurendada firma aktsiakapitali rahalisi sissemakseid tegemata fondiemisiooni näol ehk aktsiad jagati parema kaubeldavuse huvides lihtsalt väiksemateks tükkideks. Merko aktsionärid otsustasid teha avaliku emissiooni. Nii kogus Merko juba juunis 1997 ligi 68 miljonit krooni värsket raha, EMV aga läbi suunatud emissiooni vaid 15 miljonit krooni. Aga EMV saatust mõjutas määravalt siiski see, et praktiliselt kogu juhtkond hukkus paadiõnnetuses.

Just see 68 miljonit krooni (ligi poole suurem summa kui sama aasta kasum) rebis Merko Ehituse konkurentidest otsustavalt ette. Firma ostis selle raha eest häid

krunte ja paigutas raha muul viisil ehituse eelsesse kinnisvaraarendusse.

Merko Ehitus tabas õige hetke. Just siis hakkas Tallinnas tekkima nõudlus uue büroopinna järele, hakkasid ilmuma esimesed tõsised kohalikud ja rahvusvahelised kinnisvarainvestorid ning kaubandusketid hakkasid massiliselt uusi kauplusi ehitama. Merko Ehitusel oli rohkem vaba raha kui teistel. See lubas Merko Ehitusel Tallinnas noppida ja ehitusvalmis seada häid ja väga häid krunte ning nendele kruntidele ka ise kliente otsida. Peagi selgus, et lepinguid saavad paremini just need ehitusfirmad, kellel on välja pakkuda hea krunt. Kliendid otsid eelkõige koha ja alles siis ehituse.

Tänagi on ülimalt oluline, et nii Merko Ehituse kui tema põhiomaniku Merko Grupi omakapital on suur ja too 1997. aasta emissioon aitas sellele vaid kaasa. Nii on hästi kapitaliseeritud Merko positsioonis, kus ta sisuliselt igal ajal võib astuda panka ja mõnele huvitavale krundile pangast lisafinantseerimist nõuda. Tänu sellele võib Merko igal ajal investeerida kinnistusse, mis talle näib huvitav ja alles siis hakata otsima klienti, kellele sinna



krundile ehitust pakkuda. Merko Ehitus teeb lühiajalisi kinnisvara investeeringuid, Merko Grupi teised tütarettevõtted, aga pikemaajalisi.

Eestis on see Merko Ehitusele edu toonud ja ilmselt toob ka Lätis ja Leedus. Seal näiteks pole Merko Ehitus võitnud mitte ühtegi riigihanget, kuid just tänu kinnistutele on Merko saanud häid lepinguid. Marginaalid on väiksemad kui ehitusel ja kinnisvaraarendusel eraldi, kuid kiiruses saavutatav võit kaalub need miinused üles.

Meie esimene järeldus on, et finantsinvestorite kaasamisest ja värskest kapitalist on kasu eelkõige siis, kui see raha paigutatakse äri laiendamisse. Just siis kasvab ettevõtte väärtus ning sellest võidavad nii vanad kui uued omanikud.

Ehituse ja kinnisvaraarenduse lahutamine

Kinnisvaraarendusega seoses astus Merko Ehitus 1999. aastal äärmiselt olulise sammu – firma juhid tegid aktsionäridele (ehk sisuliselt iseendale) ettepaneku, et Merko Ehitus peaks müüma oma kinnisvaraarenduse ja -hooldusega tegeleva tütarfirma E.L.L. Kinnisvara (endine Merko Kinnisvara). Firma juhtide argument oli see, et ehitusfirma ei peaks võtma pikaajalisi riske ja omama osalust äripindades, mille väärtus võib kiiresti muutuda ja sellise tütarfirma omamine võib ka ehitusfirma raskustesse seada.

See on ka tüüpiline nõue, mille esitavad firmadele finantsinvestorid ja eriti rahvusvahelised investeerimisfondid. Nendel ei ole võimalik ühegi ettevõtte tegemistesse sisuliselt süüvida. Seetõttu eelistavad nad väiksemate firmade puhul nagu Merko Ehitus, et need oleksid nõu stiiilpuhtad. See vähendab riski, et ühe tegevusala ebaõnn kahjustab teist tegevusala, aga see teeb ka lihtsamaks ettevõtete tegevuse jälgimise vaid finantsnäitajate abil. Sellise mõtteviisi kõige tähtsam tagajärg on see, et kõrvaltegevuse ära müünud ettevõtte turuväärtus reeglina kasvab, sest ka teised finantsinvestorid eelistavad stiiilpuhtaid ja arusaadava tegevusvaldkonnaga ettevõtteid ning on nende eest nõus rohkem maksma.

Kinnisvaraarendus oli samas Merko Ehituse äri jaoks ülimalt oluline. Nagu juba öeldud, aitas just kinnistute võimalikult varane omandamine ja arendamine saada ka mahukaid ehituslepinguid.

Lahendus seisnes selles, et E.L.L. Kinnisvara küll müüdi, kuid ostjaks oli Merko Grupp ehk ettevõtte jäi endiselt perekonda. Merko Ehituse aktsionärid otsustasid, et kinnisvarafirma aktsiate eelisuõigust on Merko Ehituse aktsionäridel. Merko Grupp kasutas oma eelisuõigust täielikult ning tegi pakkumise ka kõikidele teistele aktsionäridele, et ostab nendelt ära ostuõiguse E.L.L. Kinnisvara aktsiatele. Sisuliselt kõik aktsionärid loobusid aktsiate ostuõigusest ja E.L.L. Kinnisvara läks Merko Grupi peaaegu täieliku kontrolli alla.

E.L.L. Kinnisvara omanduses oleva varade hulka kuulusid muu hulgas elamu Tallinnas Vilmsi tänaval, Ekspresshotell, Electroluxi büroohoone, Sikupilli kaubanduskeskuse kinnistu. Niisiis üsna palju objekte, mille soetamist või arendamist rahastati 1997. aasta suvel tehtud aktsiaemissiooniga. Ettevõtte bilansiline väärtus oli natuke rohkem kui 84 miljonit krooni.

Merko Ehituse põhinäitajad

	1999	2000	2001	2002
Kasum	16,5	66,6	87,5	98,8
Käive	733,7	1420,5	1358,6	1669,6
Intressikulud	1,69	0,716	0,113	0,805
Keskmine töötajate arv	348	368	362	560

Merko Grupp rahastas seda ostu suuremas osas laenuga, mida oli küllalt lihtne tagasi maksta, sest juba 1999. aastal teenis E.L.L. Kinnisvara kinnistuid edasi müües korraliku kasumi ning finantstuludena sai oma uue tütar-ettevõtte kasumist osa ka Merko Grupp.

Taktikalised investeeringud kinnisvarasse

Kuid Merko Ehitus pole loobunud kinnisvaraarendusest. Ettevõtte nimetab avalikes dokumentides seda valdkonda ka ühena oma neljast strateegilisest suunast. Merko Ehituse nõukogu esimees Toomas Annus ütleb firma interneti koduleheküljel näiteks: "Tänu kaasaja nõuete järgimisele suudab AS Merko Ehitus pakkuda tellijatele erinevaid teenuseid (alates kinnisvara arendusest ja projekteerimisest kuni ehitamise ja kinnisvara haldamiseni)."

Merko Ehituse finantsjuht Ülo Metsaots selgitab, et firma osalus kinnisvaraprojektides on lühiajaline. Kinnisvara alla paigutatakse raha vaid siis, kui selle valmides on ostja ette teada, välja arvatud heas kohas olevad krundid. Just selles seisnevat erinevus E.L.L. Kinnisvara ja Merko Ehituse vahel ning firmad omavahel ei konkureeri.

E.L.L. Kinnisvara bilanss

miljonites kroonides 31.12.2001

Käibevara	48,0	Lühiajalised kohustused	36,1
Pikaajalised finantsinvesteeringud	169,7	Pikaajalised kohustused	18,8
Põhivara	56,4	Omakapital	219,2
Aktiva	274,1	Passiva	274,1

Niisiis on E.L.L. Kinnisvara tegevus endiselt Merko Ehitusele suurepärane ehituse eelne, aga ka ehituse järgne müügikanal. Siiski on just Merko Grupi kinnisvaraarenduslik tegevus endiselt üks suuremaid riske, millega Merko Ehituse aktsionärid peavad arvestama, sest vähemasti kaudsel moel võivad E.L.L. Kinnisvara majandusprobleemid mõjutada ka Merko Ehitust. Seda enam, et Merko Ehitus ja Merko Grupp teevad igal aastal arvestatavas mahus majandustehinguid. Näiteks on aastaaruannete järgi Merko Ehitus ostnud Merko Grupi teistelt tütarfirmadelt kaupsid ja teenuseid järgmistes mahtudes:

Toomas Annus: meil on kõvasti arenguruumi

Merko Ehituse nõukogu esimees Toomas Annus, miks läks Merko Ehitus börsile?

Mõnes mõttes kogemata. Mõtte müüsid meile maha Cresco mehed. Lõpuks oleks me ise nihutanud börsile mineku ja avaliku emissiooni 1997. aasta sügisesse. Mõtlesime, et suvel ju puhkuste aeg, jne. Aga tegime siiski suvel ja sügisel börs juba kukkus.

Kas emissiooniraha kinnistutesse paigutamine oli teadlik või juhuslik otsus?

See oli teadlik tegevus. Alustasime kinnistute ostmist juba rubla ajal. Tagantjärele võib öelda, et ikka ostsime neid selgelt vähe, kuigi ostsime rohkem kui teised. Samas välismaalt tulijad – näiteks Ernesto Preatoni, teadsid selgelt, mida annab börs ja et kinnisvara hinnad kasvavad.

Miks Merko Ehitus ikka börsil on, kuigi on ju olnud võimalusi vähemusaktsionärid välja osta?

Tõesti, on olnud aegu, kus ettevõtte turukapitalisatsioon on olnud väiksem, kui meil pangaarvel raha. On olnud ka neid,



Foto: PM

kes oleksid heameelega aktsiaid müünud. Kui oleksime ratsionaalselt käitunud, siis pidanuksime väikeaktsionärid välja ostma. Kuid kuidagi piinlik on ära tulla. Mis me siis sinna üldse läksime.

Kui palju Eesti edust suudate korrata Lätis ja Leedus?

Lätisse ja Leedusse oleme läinud selgelt liiga hilja. Üritame samamoodi kasvada, aga tõenäoliselt peab seal kiireks

E.L.L. Kinnisvara põhinäitajad

miljonites kroonides

	1998	1999	2000	2001
Kasum	1,87	4,45	62,5	77,56
Käive	19,35	52,4	76,0	62,6
Finantskulud	1,0	3,36	2,8	3,4
Finantstulud	0,3	0,23	8,8	36,5

2002 – 28,1 miljonit krooni

2001 – 57,5 miljonit krooni

Aastaaruandes ei mainita aga täpsemalt, mida täpselt osteti. Samuti on avalikest aruannetest täielikult puudu andmed selle kohta, millises mahus E.L.L. Kinnisvara ostab Merko Ehituselt ehitusteenust.

Meie teine järeldus on, et ühe ettevõtte tegevuse mõistmiseks ja tema väärtuse põhjuste hindamiseks on vaja vaadata äriprotsessi tervikuna ning selgesti eristada

kasvuks siduma palju suurema massi raha kui Eestis. Oluline on ka see, et kõikides arengutes pigem loodame seal kohaliku juhtkonna peale, kui et ise asjad ära teeme.

Mida teeksite teisiti, kui saaksite uue võimaluse?

Teede ehitamisega oleksime pidanud alustanud umbes viis aastat varem. Krunte ostaksime uue võimaluse korral kolm korda rohkem.

Miks ostsite omal ajal Mateki ja Tartu Maja Betoontooted?

Matek oli odavalt saada. Tartu Maja oli müügis ning tekkis risk, et selle ostab E-Betoonelement ja betoonitootmisest saab Eestis monopol. See ei sobinud meile ja teistele ehitusfirmadele. Sellepärast ka koos Tartu Maja ostsime.

Viimasel ajal ostate jälle ettevõtteid. Miks just nüüd?

Oleme aktiivselt otsinud laienemise võimalust. Enne otsustame, mis valdkonnaga hakkame tegelema ja siis vaatame, kuidas seda saavutada. Seega pole nende firmade ostud juhuslikud. Viskomiga näiteks rääkisime juba aasta tagasi, kuid ei saanud siis kokkuleppele.

Põlevkivi kaevandamine näib olevat siiski ehitusest üsna kauge ala.

Ei. Põlevkivi kaevandamine on meie insenerihituse divisjo-

erinevad tegevusvaldkonnad. Mida selgem on pilt, seda suurem on firma väärtus. E.L.L. Kinnisvara müük kasvatas kokkuvõttes aktsionäride varade väärtust, sest pärast tehingut Merko Ehitse aktsia hind kasvas. Lisaks said osad aktsionärid osaluse ka uues hea kasumiga firmas ning teised aktsionärid said ostuõigusest loobumise eest rahalist kompensatsiooni.

Merko Ehituse laienemine jätkub

Ettevõtete väärtus üldiselt kasvab, kui nad suurendavad oma turgu või turuosa. Seda mõistagi siis, kui ettevõtte säilitab laienedes ka kasumlikkuse. Merko laieneb hetkel nii geograafiliselt kui temaatiliselt. Lätis ja Leedus on Merko Ehituse käive siiski märgatavalt väiksem kui Eestis ja eriti käibekõikumised Lätis näitavad, kui palju see firma sõltub veel üksikutest suurtest projektidest.

Vaatamata sellele, et Merko Ehituse Läti ja Leedu tütarfirmasid juhivad kohalikud inimesed, on seal raske projekte võita. Kui otsustajad on kohalikud, siis Eesti ettevõttele tööd rahvuslikel põhjustel ei anta. Küll aga võib Merko Ehitus projekte, mida juhivad välismaalased.

nile üks loomulik projekt. Tegemist on ju ikkagi mahukate kaevetöödega.

Paljud ehitusfirmad on vaid peatöövõtjad ja omal neil töötajaid pole. Merko Ehitusel on aga omal karkassiehitajad ja viimistlejad. Miks?

Nende kahe tegevuse kaudu saame mõjutada ehituse kiirust ja kvaliteeti. Kui on rohkem tööd ja ehitaja ei suuda karkasse õige tempoga teha, siis ei suuda projektid ka graafikus püsida. Viimistlus aga määrab klientide rahulolu.

Te olete kõik saavutanud. Kaua kavatsete veel Merko Ehituses tegutseda? Kinnisvaraarendus on ju hoopis puhtam äri kui ehitus.

Ma loodan, et me sellele mugavale teele ei asu. See oleks taganemise moodi. Kavatsime jätkuvalt areneda ja mitte tempos järele areneda. Me ei plaani vaikselt mingit rantjee elu alustada. Arenguruumi on kõvasti.

Mis teid motiveerib?

See on nagu koolis. Mõni tahab viisi saada, teine rahuldub kolmedega. See pole väga ratsionaalne seletus, aga kui alla annad ja mõtled, et teed ratsionaalse otsuse, siis juba mõne päeva pärast avastad, et enne oli parem.

Merko Ehituse käive

miljonites eurodes

	2001	2002
Eesti	60,4	83,6
Läti	12,0	6,5
Leedu	10,9	14,7

Esimesel pilgul näib, et Merko Ehitus saab seal lepinguid tänu Eesti kontaktidele – ehitatud on Reval hotellile ja Keskole ning hakatakse ehitama ka Hansapangale.

Kuid Merko Ehituse juhid ütlevad, et näiteks Keskole ehitati enne Lätis ja alles siis Eestis, Revali asju ajas hoopis nende emafirma Linstow Norrast ning Hansapanga leping saadi eelkõige tänu krundile, mitte niipalju kontaktidele. Kokkuvõttes on võti ikkagi selles, kellel on häid krunte ja kellel mitte.

Temaatilisel sihil Merko Ehitus põhitegevusaladena nii üld-, elamu-, inseneri-, kui ka teedehitust. Kui firmal endal on oskustest puudu jäänud, siis on lahenduseks vastavate oskustega firmade ülesostmine. Merkol raha on ning seetõttu on ka seda sorti laienemine läinud suhteliselt kergesti.

Esimene liitumiste laine siiski poliitilistel põhjustel väga hästi ei läinud. 1998. aasta kevadel pidid liituma EMV ja Merko Ehitus. See plaan oli suuresti Merko ja EMV tegevjuhtide initsiatiiv, kuid EMV suuromanikud ja finantsinvestorid ning eriti asjast huvitatud investeerimispangad blokeerisid tookord tehingu. Umbes samal ajal kavatses Merko Ehitus koos aktsiaseltsiga Tallinna Vesi asutada Vesimer Investeeringute ASi, mille põhitegevusaladeks pidid saama kinnisvara arendus ja haldamine,

veevarustuse ja kanalisatsiooni ehitusprojektide finantseerimine ning investeringute leidmine ja vahendamine. Ka see plaan jäi katki.

Hiljem on Merko firmasid üles ostes olnud edukas ja kõik sellel perioodil tehtud firmade ostmised on strateegilist laadi ning suunatud uute kompetentside omandamisele ja uute turgude avamisele.

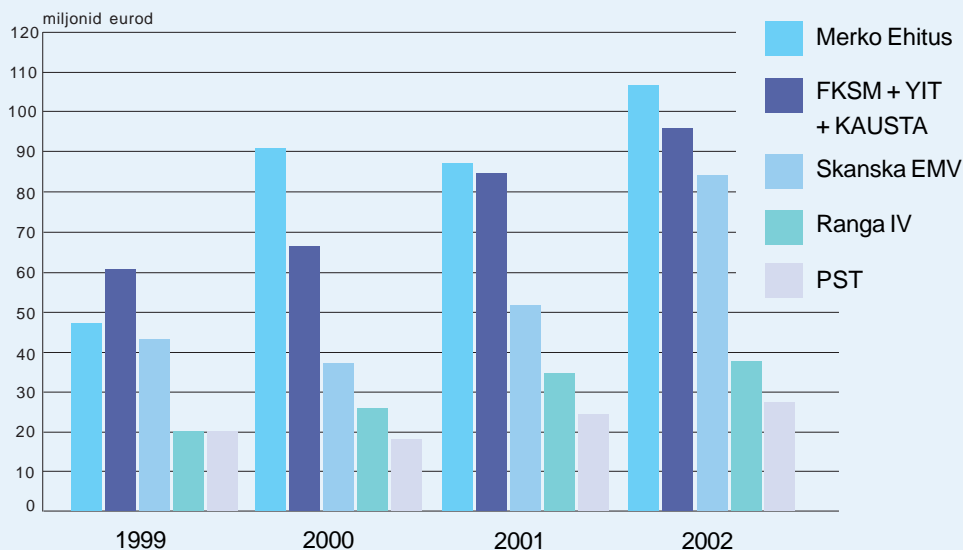
Nii televõrkude ehitus kui kaevandamine on klassikalise ehitusest üsna eemal olevad alad. Seega on need ostud vähemasti osade investorite silmis kahandanud Merko väärtust, kuid teisalt on avanenud ka uued võimalused, mis teistele investoritele jällegi meeldivad. Lõpuks on alati võimalus mõni tütarettevõtte müüa ja sellega majapidamist korrastada.

Juba enne börsile minekut 1997. aastal oli Merko Ehitus soetanud endale piirkondlikud ehituse alased tütar-ettevõtted Tartus ja Pärnus. Pärast börsile minekut teostati veel kaks ostu. Veebruaris 1998 osteti puitkonstruktsioone tootev Pärnu firma Matek ning saama aasta aprillis koos ehitusfirmadega EMV ning Koger&Sumberg Tartu Maja Betoontooted.

Tartu Maja Betoontooted ost oli mõneti sundkäik. Eestis on kaks arvestatavat betoonitehast - Tartu Maja Betoontooted ja E- Betoonelement. Viimane kavatses Tartu Maja ostu, mis tekitanuks Eestis monopoolse betoonitootja, mis ei sobinud aga suurtele ehitusettevõtetele. Tehing oli kasulik ka Tartu Maja senistele omanikele, sest ehitusturg koondus valdavalt Tallinnasse ja paremaid lepinguid sai just E-Betoonelement. Kui Tartu Maja poleks omanikeks saanud ehitusettevõtteid, siis oleks see jäänudki majanduslikult viletsaks või hävinud hoopis.

Baltimaade suurimad ehitusfirmad (käive)

Merko Ehitus on Baltimaade suurim ehitusfirma. Temast jäävad napilt maha Skanska EMV ja YIT ettevõtete grupp, kuhu kuulub ka FKSM. Kõik need kolm firmat on Eesti päritolu ning vaikselt imbunud ka Läti ja Leetu. Kuid FKSMi ja Skanska EMV taga on strateegiliste investoritena Põhjamaade suured ehitusfirmad. Merko aga on endiselt nii eestlaste omanduses kui eestlaste kontrolli all. Lisaks sellele on Merko Baltimaade ainus börsil noteeritud ehitusfirma.





OÜ Automaatika KB büroohoone Tallinnas.

Mateki ostuga sai Merko Ehitus endale küll oma puittoodete eksperdid, kuid siiski oli see kogu Merko Ehituse tegevuses pikka aega vähetähtis kõrvalliin. Alles nüüd, kui Tallinnas on alanud massiline standardsete puitmajade ehitus, võib nentida, et tollane Merko käik on leidnud mingisuguse strateegilise õigustuse.

Meie kolmas järeldus on, et äri laiendamine on ettevõtte väärtuse kasvatamise seisukohast oluline. Suuremal ettevõttel on rohkem võimalusi ja rohkem ressursse. Kuid väärtust suurendavad rohkem need ostud, millel on strateegiline seletus, sest see annab investoritele kindlust, et firma juhtkond tegutseb teadlikult. Oluline aspekt on ka selles, et ostjana on paremas positsioonis firma, kellel on piisavalt raha uues tütarfirmas kontrolli saavutamiseks. See lubab vajadusel ka tütarfirmasid kergemini müüa.

Merko Ehitus laiendab äri

31. detsember 2001

Merko Ehitus sõlmis 31.12.2001 Tallinna linnaga lepingu, ostes 100% Tallinna Teede AS aktsiatest. Selle firma käive oli kolmel varasemal aastal olnud 76, 94 ja 79 miljonit krooni ning kasum 8,9, 8,4 ja 5,2 miljonit krooni. Enne 2002. aasta kohalikke valimisi ja sellega kaasnenud võimsat teedeehitust Tallinna linnas oli see hea ost.

5. juuli 2002

Merko Ehitus ja Lietuvos Telekomase suurim tütarettevõtte Comliet omandasid 100 protsendise osaluse Eesti firmas AS Telegrupp. Comliet sai aktsiatest 55 protsenti ja Merko Ehitus 45 protsenti. Telegrupp tegeleb nõrkvoolusüsteemide ja telekommunikatsioonisüsteemide ehituse, remondi ja hooldusega. Arvestades telekommunikatsioonisektori jätkuvat arengut ning Telia ja Sonera liitumist ning peatseid ühiseid jõupingutusi Balti riikides on selle ala ehituse oskusteave kasulik vara.

15. jaanuar 2003

Merko Ehitus sõlmis ostu-müügilepingu teedeehitusfirma Viskomi Ehitus 100 protsendise osaluse omandamiseks. Tolle käive 2001. aastal oli 42,2 miljonit krooni ja kasum 4,4 miljonit krooni ning vastavalt 2002. aastal 39,5 miljonit ja kasum 3,8 miljonit krooni. Arvestades peatset liitumist Euroopa Liiduga ja sellele järgnevat mahukat teedeehitust üle Eesti, on see üsna huvitav ost.

27. jaanuar 2003

Merko Ehituse 100 protsendiline tütarettevõtte Merko Kaevandused on sõlminud lepingu Erast Küttimiga. Sellega sai Merko Ehitus Ida-Virumaal, Illuka vallas, Kuninga külas viieteistkümneks aastaks 550 hektari maa kasutusõiguse lepingu. Maa väärtus seisneb selles, et seal on põlevkivi. Põlevkivi kaevandamisloa taotlus on hetkel menetlemisel. Võimalik kaevandamine toimuks karjäärimeetodil ning projekti kestvuseks oleks 10-15 aastat. Arvestades elektrituru liberaliseerimise meeleolusid Euroopas võib erakaevandustest saada kasulik äri. Igal juhul on sellel lepingul ka toekas edasimüügi väärtus isegi kui ostja on seni monopoolne Eesti Põlevkivi.

Kuhu on veel areneda?

Märtsis 2003 korraldas Tallinna Börs ürituse, kus börsifirmade juhid rääkisid oma ettevõtetest. Kuulama olid kutsutud analüütikud ja tuntumad investorid. Kui mõne

Merko Ehituse omanikud

Õieti on Merkoga lugu nii, et börsil on noteeritud firma Merko Ehitus. Sellest firmast kuulub ligi 72 protsenti ettevõttele nimega Merko Grupp, mille omanikeks on Merko Ehituse nõukogu esimees **Toomas Annus**, juhatuse esimees **Tõnu Toomik**, juhatuse liige ja ehitusdirektor **Ott Kikkas**, juhatuse liige ja finantsdirektor **Ülo Metsaots** ning **Viktor Mõisja**. Domineeriv omanik on nendest meestest Toomas Annus. Ülejäänud 28% Merko Ehitusest omavad väikeaktsionärid, sealhulgas u. 22 protsenti mitmesugused investeerimisfondid, kellest suurema osa esindajad pole aktsionäride koosolekul kunagi kohal käinud.

Merko Grupi bilanss

miljonites kroonides 31.12.2001

Käibevara	30,3	Kohustused	22,7
Pikaajalised finantsinves-teeringud	402,2	Omakapital	409,8
Aktiva	432,5	Passiva	432,5

firma omanike seas on Lääne investeerimisfonde, siis on selliste ettekannete pidamine börsifirmadele tavapärase tegevus. Tavaliselt kord aastas tuleb juhtidel käia vähemasti Londonis, aga mõnikord ka New Yorkis või mujal. Nad vastavad investorite küsimustele ja räägivad firma arenguplaanidest ja turuvõimalustest. Eestis oli selline suur *road-show* aga esimene.

Toomas Annus rõhutas tollel üritusel mitmel korral uue perspektiivse suunana just elamuehitust. Soomes ehitatakse parimatel aastatel juurde viie protsendi jagu uut elamispinda. See tähendab, et korterifond uueneb peaaegu iga 20 aasta jooksul. Eestis ehitatakse aastas aga praegu vaid pool protsenti uut elamispinda juurde. Seega asendatakse siin elamufond vast 50-200 aastaga. Aga meie oludes võiks see olla 50-100 aastat. Annuse väitel on see liiga aeglane tempo ja sissetulekute kasvades peab seega elamuehituses nõudlus kasvama.

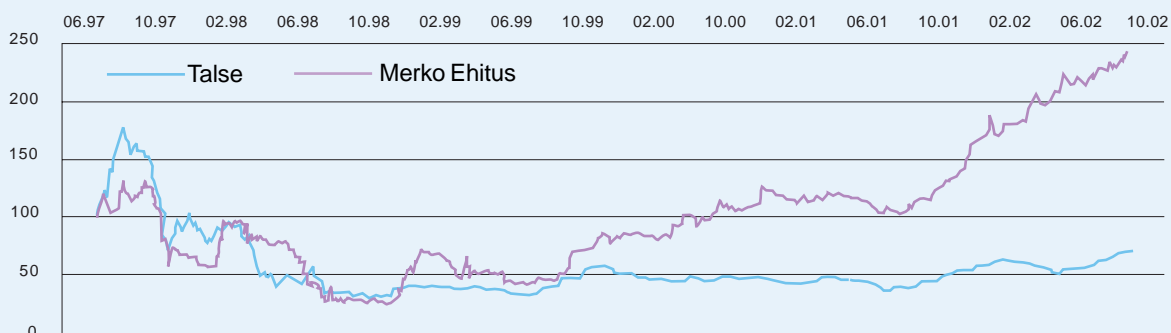
Euroopa Liiduga liitumine toob kahtlemata äri juurde, kuid mitte tingimata hüppeliselt. Helsinki börsi kliendi-

ajakirjas Hex Access ilmus selle aasta alguses artikkel Balti riikide ehitusturust. Seal ütleb Toomas Annus, et tema arvates pole mõtet loota, et Euroopa Liiduga liitumine toob kaasa ehitusbuumi. Pigem on oodata ühtlast kasvu kõikides sektorites. Sellest tulenevalt on Merko vaateväljas ka kaubanduskeskused ja elamud, sest inimeste kasvavad sissetulekud tähendavad kasvu just nendes sektorites.

Merko Ehitus müüb projektijuhtimise ehk ehituse peatöövõtu teenust. Peaaegu kõik muud teenused ostetakse allhanke korras, kuid mitte karkassiehitust ja viimistlust. Selles osas on Merko Ehitus erand, kuna teised suured Eesti ehitusfirmad ei oma peaaegu üldse töölisi ja ostavad kõik teenused sisse. Merko Ehituse juhid ütlevad, et karkassi ehitust ja viimistlust on oluline kontrollida, kuna esimene määrab ehituse kiiruse ning teine klientide rahulolu. Kummastki tegevusest ei kavatse Merko Ehitus loobuda. Vaatamata sellele on Merko Ehituse töötajaskond üsna väike ja selle tõttu on väiksed ka Merko Ehituse püsivad kulutused.

Merko Ehituse väikeaktsionäridel on läinud hästi.

Merko Ehituse aktsia hinna ning börsiindeksi TALSE muutused võrreldes baasperiodiga (27. 06.1997)



Merko Ehituse aktsia hinna muutuste kajastamisel on elimineeritud fondiemissioonist tulenev hinnalangus

Merko Grupi põhinäitajad

miljonites kroonides

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kasum	14,53	14,3	7,0	64,59	104,9	140,45
Käive	0,82	5,6	0,65	5,0	0	0
Finantskulud	0,77	13,14	23,0	27,8	1,68	1,64
Finantstulud	14,75	21,84	29,46	87,86	106,6	142,1

Aksia hind on jätkuvalt kasvanud, eriti võrreldes Tallinna börsi aktsiahinna üldindeksiga. Lisaks sellele on Merko Ehitus maksnud ka igal aastal reeglina 20% dividende. Aktsia pole küll eriti likviidne (alates börsil noteerimisest on harva olnud nädalaid, kus selle väärtpaberi käive on olnud suurem kui 10 miljonit krooni), kuid vaatamata sellele, pole seda aktsiat siiski kuigi keeruline müüa, sest Merko Ehitusel läheb majanduslikult jätkuvalt hästi.

Suurematel aktsionäridel ehk Merko Grupil on ka hästi läinud. Merko Ehitus on teeninud pidevalt kasumit. Kui vaadata Merko Grupi aastaaruandeid, siis võime nentida, et tegemist on klassikalise investeerimisfirmaga, millel oma jooksvat majandustegevust polegi. Näiteks oli 2001. aastal Merko Grupi käive null, kuigi firma kasum oli enam kui 140 miljonit krooni. Kõik tulud tulid finantstuludega ehk siis dividendidest või tütarfirmade konsolideeritud raamatupidamislikust kasumist.

Ometi jääb küsimus, miks hoiavad suuromanikud Merko Ehitust börsil?

Esimene põhjus on arvatavalt selles, et Merko Ehituse vähemusosaluse väljaostmine oleks hetkel Merko Grupile lihtsalt kallis. Aktsia hind on praegu üle 80 krooni. Väikeaktsionäride käes on ca 28 protsenti aktsiatest ehk ligi 2,5 miljonit aktsiat. Kui keegi tahab neid ära osta, siis peab ta lauale laduma vähemasti 200 miljonit krooni. Kuna väikeaktsionärid on passiivsed ja ei tee pidevate arupärimistega ettevõtte suuromanike ja juhtide elu ebamugavaks, siis ongi asi nii jäänud, et Merko Ehitusel on väikeaktsionärid ja firma on börsil.

Teine põhjus näib olevat selles, et teatud mõttes on see Merko jaoks marketinginipp. Iga päev uudistes pajatatakse midagi Merko Ehituse aktsiast, inimestele jääb see nimi meelde. Nii tekib mulje, et tegemist on suure ja tugeva ettevõttega. Vähetähtis pole ka see, et börsiettevõtteks esitab Merko Ehitus oma tegevuse kohta üsna

põhjalikud aruanded ja see on sageli lisakindlus tellijatele, et tegemist on tõesti tugeva ettevõttega, kellelt võib teenust osta.

Lõpuks on oluline ka firmajuhtide ja suuromanike hoiak. Mehed ütlevad selgelt, et kui nad korra börsile läksid, siis ei saa nad sealt ju niisama ära tulla. See oleks mage käitumine.

Erinevalt teistest suurtest ehitusfirmadest pole Merko kaasanud ka strateegilist investorit. Omanikud ütlevad, et pole vajadust olnud. Ettevõtte toodab niigi raha. Investorid pole ka ise huvitatud olnud, sest ettevõtte hind on kõrge. Merko Ehituse ja Merko Grupi suuromanik Toomas Annus vastab otseselt küsimusele tema tagasitõmbumisest ka otse – arenguruumi veel on ja rantjee elu elamine oleks taganemine. Tundub usutav. Teda EÜE ajast tundvad inimesed ütlevad, et kõige muu kõrval on seda meest kogu aeg iseloomustanud visadus. ■

Konkurent

EMV juhatuse esimees Jaanus Otsa, miks on Merko Ehitus olnud edukas?



Foto: PM

Ehitus ja kinnisvaraarendus on pikaajaline äri. Merko on teinud palju õigeid asju, millest osad ka väga õigel ajal. Muidugi on ka kõvasti õnne olnud. Sellepärast on Merko Ehitus ka edukas olnud. Hästi tehtud.

Minu küsimus on, kui kauaks jätkub Toomas Annusel energiat ja mida üldse selles sektoris Eestis veel saavutada on? Minul oleks see raske, kuid võib-olla Annusel omanikuna on teine motivatsioon. Arvan, et loogiline tee edasi on, et Annus rakendab tööle sellise juhtkonna, kes ise firmat veab. Tema langetab vaid suuri otsuseid ja ise iga päev metsikult ei tööta ning paarikümne miljonilistest lepingutest ei kuulegi.

Mis määrab ettevõtte hinna?

PwC Advisors juhtiv konsultant **Tõnu Pekk** näitab, kuidas saab erineval moel määrata ettevõtte hinda ning selgitab, millal rakendatakse ühte ja millal teist meetodit.

Nii mõnigi investori kaasamise plaan on katki jäänud kui ettevõtja avastab, et investeerimisfondide pakkumised on poole väiksemad kui konsultandi põhjaliku hindamise tulemusel leitud väärtus.

Tuleb ette ka vastupidist – näiteks AS Tallinna Vesi müügi eel prognoositi ettevõtte väärtuseks 300-500 miljonit krooni. Ometi pakkus konkursi võitja firma eest üle ühe miljardi krooni.

Kas tehingu tingimused on õnneasi?

Sarnased juhtumid jätavad praktikust firmajuhile paha tihti mulje, et ettevõtte hind sõltub rohkem heast õnnest ja vastaspoole läbirääkija talendist kui ratsionaalsetest kaalutlustest. Tegelikult näitavad need seigad vaid seda, et ettevõtte väärtus erinevate osapoolte jaoks võib oluliselt erineda turuväärtusest ja seda täiesti ratsionaalsetel põhjustel.

Asudes müügiläbirääkimistesse, tuleb seega kodutöö siiski ära teha - nii oskate vastaspoole käitumist ette aimata ning saavutate läbirääkimistel eelise.

Kuidas ettevõtte väärtust mõõta?

1. Turukordajate võrdlemine

Kiireim võimalus ettevõtte väärtuse suurusjärku

määrata on leida võrdluseks sarnane ettevõtte, mille turuväärtus on juba teada. Võrdluseks sobib eriti hästi mõni börsiettevõtte, aga ka firma, mille aktsiad on hiljuti omnikku vahetanud ja selle tehingu hind on teada.

Kui on olemas sobiv võrdlusettevõtte, jagame tolle ettevõtte turuhinna mingi olulise indikaatoriga. Selleks võib olla aastakäive või puhaskasum, aga ka mõni konkreetsele sektorile iseloomulik näitaja – näiteks kindlustusfirma puhul kogutud kindlustuspreemiate maht.

Jagatise vastuseks saame teatud kordaja, millega korrutame oma ettevõtte vastava näitaja – ja ongi esialgne turuväärtus käes.

Üks levinumaid kordajaid on küllaltki universaalne hinna-tulu suhtarv ehk PE (*price-earnings ratio*). See kordaja on esile toodud kogu maailma börsiettevõtete aruannetes ja just selle kordaja kaudu võrdlevad ettevõtete väärtust paljud börsinvestorid.

$$PE = \text{aktsia hind} / \text{kasum aktsia kohta}$$

Seega kui samast valemist toome välja aktsia hinna, siis saame:

$$\text{Aktsia hind} = PE * \text{kasum aktsia kohta}$$

Peale PE on veel levinud kordajateks EV/ EBITDA (turuväärtus + laenukapitali suurus / kasum enne intresse, amortisatsiooni ja makse) ning PB (hind/ omakapi-



Anu Samarüütel

tal aktsia kohta).

On ilmselge, et turukordajate meetodil saadav tulemus pole kuigi täpne, aga turukordajatega mängimine on jõukohane igapäevase ja seda tasub kindlasti teha.

2. Varadepõhine lähenemine

Teine traditsiooniline lihtsustatud viis ettevõtte hindamiseks on hinnata ettevõtte netovarad. Aluseks võetakse seejuures raamatupidamisväärtus, mis teatavasti võrdub bilansiliste varade ja kohustuste vahega.

Sagedasti tehakse siingi teatavad täiendused ja püütakse kõigepealt leida täpne ehk kohandatud raamatupidamisväärtus. **Kohandatud raamatupidamisväärtus** saadakse, arvestades bilansikirjete raamatupidamisliku väärtuse asemel nende tegelikku väärtust. Näiteks lahutatakse debitoorsest võlgnevusest see osa, mille tagasi saamine on ebatõenäoline, kinnisvara hinnaks loetakse aga bilansis seisva soetusväärtuse asemel selle tegelik turuväärtus.

Praktikas peaks kohandatud raamatupidamisväärtus näitama juhile minimaalse taseme, millest tegelik hind on igal juhul kõrgem, eeldusel, et ettevõtte jätkab tegevust.

Pankrotihalduril või likvideerijal on omakorda tarvis teada ettevõtte **likvideerimisväärtust** – selleks lahutatakse kohandatud raamatupidamisväärtusest likvideerimiskulud ja töötajate koondamiskulud.

Mõnikord arvutatakse ka ettevõtte **asendusväärtust**, mis näitab, kui palju maksaks arvutamise hetkel samasuguse ettevõtte loomine. Asendusväärtus saab oluliseks siis, kui näiteks potentsiaalne ostja kaalub, kas omandada toimiv tootmisettevõtte või alustada ise uue tehase ehitamist.

Varadepõhine lähenemine on aga igal juhul oma olemuselt staatiline ega võta arvesse firma tulevikupotentsiaali ega käegakatsutamatuid väärtusi nagu näiteks kaubamärgid.

3. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Selle põhimõtteliselt „õigeima“ ja täpseima lähenemise aluseks on, et ettevõtte väärtus on võrdne tema poolt tulevikus genereeritavate rahavoogude nüüdsväärtusega.

Mida kaugemal tulevikus laekuvad rahavood, seda vähem on need väärt tänas. Samuti, mida suurem on risk, et rahavood võivad prognoositust oluliselt erineda, seda vähem ollakse nõus ettevõtte eest maksma.

Meetodi sisenditeks on ettevõtte rahavoogude prognoos, ettevõtte tulevikuväärtus ennusteperioodi lõpul ning kapitali hind ehk diskontomäär. Tulemuse täpsus sõltub nende kolme sisendi kvaliteedist – seega pole ülejala koostatud rahavoogude prognoosi alusel selle meetodi rakendamisel mõtet.

Asudes ise esmakordselt sel meetodil ettevõtte väärtust arvutama, võime appi võtta mõne vastavateemalise loengukonspekti või õpiku. Selleks, et finantsjuhi või analüütiku mõttekäiku mõista ja osata talle küsimusi esitada, piisab aga, kui teame, millised sammud ta diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte väärtust arvutades on läbinud:

1. Esmalt tuleb koostada ettevõtte rahavoogude prognoos. Tüüpiline ennustusperiood sellisel puhul on 5-7 aastat, aga kasutatakse ka pikemaid, 20-30 aasta peale ulatuvaid prognoose. Prognoosist leiame iga aasta kohta vaba rahavoo:

$$\text{Vaba rahavoo} = \text{Kasum} + \text{Intress} + \text{Amortisatsioon} \\ +/- \text{ Käibekapitali muutus} - \text{Investeeringud}$$

2. Ennustusperioodi lõpust edasi ulatuvate rahavoogude väärtuse (ettevõtte jääkväärtus ehk Terminal Value) leiame lihtsustatult eeldusega, et viimase perioodi rahavoo jääb kestma igavesti (perpetuiteet või kasvav

perpetuiteet) või kasutame turukordajate meetodil leitud ettevõtte väärtust.

3. Lõpuks diskonteerime leitud rahavood ning ettevõtte jääkväärtuse tänasesse päeva. Diskontomäär väljendab raha hinda ning peab võrduma sarnase riskiga investeerimisalternatiivide poolt pakutava tulumääraga. Sisuliselt tähendab see, et iga investeerija diskontomääraks on see protsent, mida ta tahaks samasuguselt investeerinult aastas teenida.

Miks hinnangud ettevõtte väärtusele erinevad?

Kui ettevõtte ligikaudne turuväärtus on teada, tasub asetada ennast vastaspoole rolli ja mõelda, millised tegurid võivad tema silmis väärtust mõjutada.

Neid mõjureid teadvustades ei tule üllatusena kui teine pool pakub järsku ootamatult väiksemat hinda. Samas aitab selline mõtlemine küsida kõrgemat hinda investorilt, kellele meie ettevõtte võib näiteks mastaabiefekti tõttu olla oluliselt rohkem väärt kui meile endale.

Kolm tähtsaimat tegurit, mis hinnakääre tekitavad: kontroll, informeerituse tase ning ostuga tekkivate sünergiate väärtus.

Kontroll

1998/99 arutasid laenuandjad, kas Q-GSMile antud laenudest peaks maha kandma 50 või 100%. Veidi hiljem maksis Netcom firma eest nii palju, et lisaks laenude tagasimaksmisele said ka omanikud märkimisväärse tasu.

Erinevalt pankadest sai Netcom ettevõttes täieliku kontrolli – see oli kahtlemata üks oluline põhjus, miks pankade ja strateegilise investori hinnang ettevõtte väljavaadetest nõnda palju erines.

Osaluse eest makstav hind sõltub sageli kontrolli tasemest, mida ostja investeringuga saavutab. Kontrollipaki ostja saavutab soovi korral ettevõtte strateegia kujundamisel domineeriva rolli, samal ajal kui 5 protsendi aktsiate omanik saab vaid lootuda, et mõni juhtkonna tegevus või tegematajätmine tema osaluse väärtust ei kahanda.

Informeerituse tase

George Akerlof sai 2001. aastal Nobeli majanduspreemia nn „sidruni probleemi“ (*Lemon's problem*) kirjeldamise eest. Oma uurimuses käsitles USA majandusteadlane informatsiooni asümmeetriast tulenevate probleemide mõju turuhindadele.

Näiteks kukub auto hind pärast esimest kasutusaastat kiiremini kui selle kulumine tegelikult nõuaks. Põhjus on, et esimese kasutusaasta järel loobuvad oma autost peamiselt need omanikud, kellele on sattunud probleemne auto ehk „sidrun“. Ostjad teavad seda, kuid

Milleks ettevõtte väärtust hinnata?

Ettevõtte väärtuse määramine on vajalik erinevatel eesmärkidel:

• Ettevõtte müügipakkumise koostamiseks.

Millised read kasumiaruandest ja bilansist hinnapakumise sisse lähevad? Millised kvalitatiivsed tegurid hinda mõjutavad?

• Väljast tulnud ostupakkumise hindamiseks.

Kas müügist saadav summa on suurem kui ettevõtte praeguste omanike käsutuses suudaks tulevikus teenida?

• Laenukapitali kaasamiseks ettevõtte tagatisel.

Kui pank väärtustab minu ettevõtet poole madalamalt kui ma ise, kas ta kasutab siis ära oma jõupositsiooni või on tal õigus?

• Strateegiliseks planeerimiseks.

Kus tekib minu firma väärtus? Millised tegevusalad loovad väärtust ja millised mitte?

• Äriüksuste tegevuse hindamiseks.

Kas tütarfirma, mille käive ja turuosa on mitmekordistunud, kuid mis on juba teist aastat kahjumis, on tegutsenud edukalt või mitte?

• Töötajate optiooniprogrammi kavandamine.

Millise hinnaga väljastada juhtide motiveerimiseks pakutavaid aktsiooptioone?

kuna nad ei suuda ostes kuidagi täiesti kindlalt selgitada, kas see konkreetne auto oli halb või mitte, siis käsitlevad nad kõiki autosid kui võimalikke "sidruneid" ja iga selline auto maksab vähem kui tegelikult peaks.

Investorid arvestavad ettevõtte hindamisel samuti võimalusega, et tegemist võib olla „sidruniga” – probleemse ettevõttega, mille kõigist nõrkustest ostjal info puudub.

Kahtluste kummutamiseks müügilepingusse lisatakse garantiid pole siin lahendus, sest investor kardab just selliste probleemide ilmnenemist, mille olemasolust tal aimugi ei ole ning mille kohta ta seepärast tagatisi nõuda ei oska.



Sünergiad

Stora-Enso maksis Sylvesteri eest väga hea hinna eelkõige tänu sünergiatele, mida ost kaasa tõi. Metsavaru- ja metsatööstuse ühendamine juba eksisteeriva võrguga Eestis ning Eesti saetööstuse võimsuste lülitamine üle-euroopalisse võrku annab reaalseid kulusääste ning lisab paindlikkust, millel on reaalne väärtus ainult Stora-Ensole, aga mitte senistele omanikele.

Erinevad sünergiad mõjutavad tehingu hinda olulisel määral siis, kui ostjaks on sama tööstusharu ettevõtte.

Tasub tähele panna, et sünergiad moodustavad ettevõtte väärtusest nõ „eikellegimaa”. Ostja peab sünergiatest tekkivat väärtust enda omaks ning sõltub müügiprotsessi konkurentsituatsioonist, kas ta on nõus sellest väärtusest osa müüjale loovutama või mitte.

Uurimused ettevõtete ülevõtmiste kohta näitavad siiski, et enamasti makstakse sünergiate väärtus ägeda ülepakkumise käigus müüjatele välja. See peaks olema julgustuseks müüjatele kujundada müügiprotsess konkurentsitihedaks ning vältida varajases staadiumis „ainuõiguse” andmist ühele ostjale.

Kuidas hindab ettevõtet riskikapitalist?

Erinevalt tüüpilisest strateegilisest investorist on riskikapitali firmale ettevõtete ostmine ja müümine sama tähtis tegevus, kui talle kuuluvate ettevõtete haldamine. Seepärast hindavad riskikapitalistid sihilikult olevaid ettevõtteid tavalisest veidi erineval viisil, mis sisuliselt on küll vaid üks diskonteeritud rahavoogude meetodi alaliik.

Riskikapitali hindamismudel koosneb järgmistest osadest:

1. Leitakse ettevõtte prognoositavad rahavood diskonteeritud rahavoogude meetodil. Prognoosi pikkus ühtib riskikapitalisti investeerigu plaanitava kestusega. Tihti muudab hindaja ettevõtja poolt koostatud rahavooge konservatiivsemaks, seda eelkõige nõutavate investeringute suuruse osas. Sellest analüüsist selgub ka ettevõttele vajaliku rahasumma vajadus.

2. Seejärel ennustab riskikapitalist, millise hinnaga on ettevõtte võimalik investeerimisperiodi lõpus maha müüa. Selle hinna määramiseks kasutatakse enamasti

turukordajate meetodit. Tüüpiliselt kasutatakse sama tööstusharu arenenumate firmade turukordajaid, rakendades neid ennustatud finantsnäitajatele (ärikasum, puhaskasum) või ka mahunäitajatele (kliientide arv) arvatava müügi ajal.

3. Lõpuks leiab riskikapitalist ettevõtjale vajaliku investeringu eest nõutava osaluse suuruse, mis tagaks talle tehtava investeringu sobiva sisemise tulumäära (IRR). Sobiv IRR sõltub sellest, millised alternatiivsed investeerimisvõimalused riskikapitalistil on. USA börsimulli ajal oli konkurents investorite vahel suur ning nõutavad IRR määrad langesid.

Praegu võib näha vastupidist tendentsi ning riskikapitalistid nõuavad ettevõtjalt lisaks mitmesuguseid garantiisid oma kõrge IRR ootuse tagamiseks.

Mudeli teeb keerukamaks see, kui ettevõtte investeringute rahastamiseks tuleb ette võtta uusi finantseerimisringe tulevikus, mille kohta tuleb ennustada investeringu suurust, samuti seda, millise

hinnaga uue raha kaasamine toimub.

Näide. Riskikapitalist kaalub 30 miljoni krooni investeerimist ettevõttesse, mille kasum kasvab prognooside kohaselt esimese aasta miinus 10 miljonilt kroonilt 30 miljoni kroonini kolmandal aastal.

Kolme aasta pärast on riskikapitalisti hinnangul võimalik ettevõtte strateegilise investorile edasi müüa. Lähiajalugu on näidanud, et selliste tehingute keskmine PE on olnud 6. Investori nõutav aastane tulumäär projektist on 30%. Seega on riskikapitalisti rahavood antud projektist järgmised:

$$-30 + \frac{0}{1 + \text{IRR}} + \frac{0}{(1 + \text{IRR})^2} + \frac{6 \times 30 \times X\%}{(1 + \text{IRR})^3}$$

kuna IRR on tulumäär, mille puhul rahavoogude puhas nüüdisväärtus = 0, siis

$$X = \frac{30 \times (1 + 0,30)^3}{6 \times 30} = 37\%$$

seega, investor nõuab 30 miljoni kroonise rahasüsti eest 37% osalust.

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid

MEETOD

Võrdlemismeetod

Comparables

PLUSSID

- + Lihtne
- + Kiirelt kasutatav
- + Tööstuses tihti kasutatav
- + Turupõhine

MIINUSED

- Võrreldavaid ettevõtteid võib olla keeruline leida ja hinnata
- Kui võrreldakse noteeritud ettevõtetega, tuleks arvesse võtta likviidsuspreemiat
- Ei arvesta ettevõtete erinevat tulevikuperspektiivi

Diskonteeritud tulevaste rahavoogude analüüs

Discounted cashflow valuation

- + Teoreetiliselt paikapidav
- + Arvestab ettevõtte tulevast rahateenimise võimet

- Kui ettevõtte sissetulekud ja väljaminekud on ebastabiilsed, on prognoosi paikapidavus ebatõenäoline
- Eraettevõtete muutujaid, nagu tema riskitase ja kapitali struktuur, võib olla raske leida ja hinnata
- Tuleb eeldada kindlat ja püsivat kapitali struktuuri
- Tuleb eeldada püsivat maksumäära

Riskikapitali meetod

Venture Capital

- + Lihtne
- + Kiirelt kasutatav
- + Laialdaselt levinud

- On tuletatud teiste meetodite põhimõtetest
- Ülelihtsustatud

Opsioonimeetod

Asset Options

- + Teoreetiliselt paikapidav
- + Võimaldab ületada diskonteeritud rahavoogude meetodi puudused, juhul kui ettevõtte juhtkond on nõus kompromissidega

- Meetodit kasutatakse harva ning selle mõistmisega võib tekkida probleeme
- Kriisisituatsioonides võivad tekkida lahendamatud probleemid
- Meetod nõuab täpseid prognoose, mis võivad osutuda valeks



Mõisted

P/E (hind-tulu suhtarv) aktsia turuhind / puhaskasum

Suhtarv näitab, kui palju on investorid nõus maksma jooksva kasumi ühiku eest. Kuigi suhtarv on laialt kasutatav, ei saa ainult P/E suhte põhjal ettevõtte väärtuse osas otsust langetada. P/E suhe võib näidata investorite suuri ootusi ettevõtte kasumi kasvust; ettevõtte ootamatult madalat kasumlikkust, millele börsihind pole järgi jõudnud; investorite huvi antud sektori vastu. Kui firma kasum ja äritegevus ei kasva, siis näitab P/E suhe kaudselt ka investorite oodatavat tulunormi.

P/B (aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhtarv) aktsia turuhind / aktsia raamatupidamishind

Suhtarv näitab eelkõige ettevõtte kapitalimahukust: konsultatsioonifirmadel on see näitaja tunduvalt kõrgem kui tööstusfirmadel. Kui P/B on alla ühe ehk firma turuväärtus on raamatupidamislikust madalam, siis ei hinnata selle firma välja-vaateid turu poolt eriti kõrgelt. Firma tulevikuperspektiivid on turu poolt vaadatuna seda kõrgemad, mida suurem on antud kordaja väärtus.

P/S aktsia turuhind / netokäive

Suhtarv näitab ettevõtte turuväärtuse ja käibe suhet. P/S suhtarv sõltub väga palju sektorist, kus ettevõtte tegutseb. Hulgimüüjatel on näitaja madal, suure lisaväärtusega firmadel kõrge. P/S suhtarvu kasutamine põhineb eeldusel, et ühe sektori piires on õigel majandamisel võimalik teenida sarnaseid marginaale. Samas ei pea see mitte alati vett, seega peaks P/S näitajasse suhtuma ettevaatusega.

ROE (Kõigi kasutatud varade tulutase) puhaskasum / omakapital

ROE on tegelikult efektiivsussuhtarv, mis näitab omakapitalilt teenitavat tulu. Samas sektoris tegutsevate firmade puhul on ROE võrdlemine üsna kõnekas. Loomulikult peab arvestama ka firmade erinevate laenuasemetega.

Võrdlemismeetod (Comparables, Relative Valuation)

Meetod põhineb teoorial, et väärtust iseloomustavate näitajate poolest ligilähedaste ettevõtete hind on enamasti sarnane. Võrdlemismeetodi kasutamisel otsitakse hinnatavale ettevõttele sarnase profiiliga firmasid. Iseloomustavateks näitajateks peetakse firma tegevusala riskiastet, kasvufaasi, kapitali struktuuri ning rahavoogude iseärasusi. Lisaks kasutatakse võrdlemisel suhtarve, millest kõige levinumad on näiteks P/E-suhe (aktsiahind jagatud netokasumiga) ja P/B-suhe (firma turuhind jagatud aktsiakapitaliga). Keeruliseks teeb meetodi kasutamise vajalike andmete (firmade finantstulemuste ja rahavoogude eripära) raske kättesaadavus ja sobivate võrdlusfirmade puudumine (näit. spetsiifilise tegevusala, turu iseärasuste vms. põhjuste tõttu).

Diskonteeritud tulevaste rahavoogude analüüs (Discounted cashflow valuation)

Meetod põhineb teoorial, et igal varal on õiglane väärtus, mida on võimalik hinnata lähtudes selle omadustest nagu tuleviku ra-

havad varalt, risk ja arengufaas. Meetodi abil seotakse ettevõtte väärtus tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusega. Meetodi kasutamiseks peab teadma vara oodatavat eluiga, eluea jooksul tekkivaid rahavooge ning nende rahavoogude nüüdisväärtust. DCF meetodil leitud firmaväärtus on tõelähedane siis, kui prognooside tegemisel hinnatakse õigesti turu ja majandusliku keskkonna arenguid ning ettevõtte rahavooge. Kõige edukamalt on meetodit võimalik kasutada siis, kui ettevõttel on püsivalt positiivne rahavoog ja tulevikku saab teatud kindlusega ette ennustada.

Diskonteerida on võimalik erinevaid rahavooge:

FCF – vaba kassavoog. Näitab raha, mis jääb ettevõttel alles peale kõiki kulusid ja investeeringuid, kuid enne finantseerimistegevust, kaasa arvatud intresse.

FCE – omanike kassavoog ehk kassavoog peale võõrfinantseerimist.

Dividendivoog – kassavoog dividendidest. Kõige konservatiivsem meetod. Kui ettevõtte ei kasva, siis peaks dividendivoog olema ainus rahavoog, mis ettevõttest saadakse ja seega on ka dividendide diskonteerimine peamine ettevõtte hindamise meetod.

Riskikapitali meetod (Venture Capital)

Riskikapitali meetod on tulenenud vajadusest hinnata ka negatiivset rahavoogu ja kahjumis firmade väärtust. Riskikapitali investeeringud suunatakse tihti kõrge riskiga, kuid ka kõrge tootluspotentsiaaliga ettevõtetesse. Meetod arvestab tulevikus oodatava kasumi ja positiivse rahavoo põhjal välja firma oletatava õiglase väärtuse mingi arvu aastate pärast.

Rahavood diskonteeritakse kasutades kõrget diskontomäära, mis jääb harilikult 40% ja 75% vahele. Ülikõrget protsenti põhjendatakse investeeringu suure riskiga.

Opsioonimeetod (Asset Options)

Mõnikord on kasulik hinnata investeerimisvõimalusi opsioonide hindamise meetodite abil. Opsioonimeetodi abil on võimalik hinnata selliste ettevõtete väärtust, mida teiste hindamismeetodite abil on võimatu leida (näiteks väga raskes seisus olevad ettevõtted, patendid, loodusvarad jne). Opsioonimeetodi kasutamisel on vaja kõigepealt määrata hinnatava ettevõtte varade väärtus mõne teise hindamismeetodi abil.

EVA (Economic Value Added)

EVA valemit võib väljendada nii: $EVA = \text{Ärikasum} - \text{Võõrkapitali kulud} - \text{Omakapitali kulud} - \text{Valitsemise kulud}$. Positiivse EVA puhul töötab firma tulusalt ehk ettevõttesse paigutatud kapital toob sisse rohkem kui on selle hind. Omanike tulunorm on minimaalne omakapitali tootlikkus (ROE), mida omanikud eeldavad. Mida suuremad on ettevõtte riskid, seda kõrgem tulunorm. EVA võtab arvesse ka kapitali hinna. Kui ROE (omakapitali tootlikkus) osutub võrdseks omanike tulunormiga, siis perioodi $EVA=0$. EVA on positiivne, kui ettevõtte tulud on suuremad kui ressursside ja kohustustega seotud kulud. ■

Riskikapitalist ettevõtet hindamas

Baltcapi partner **Kristjan Kalda** selgitab, millise pilguga vaatab riskikapitalist ettevõtet. Mida peab oluliseks ja mida mitte.

“Olen seadnud endale eesmärgiks saada oma ettevõtte eest miljon dollarit. Kui teie meelest ei ole ettevõtte niipalju väärt, siis meil pole millestki rääkida. Tulge hiljem tagasi.”

“Näete, meietaolised ettevõtted on väärt täpselt sama palju, kui on käive. Sellest lähtuvalt saategi oma osaluse raha eest, mida vajame ettevõtte negatiivse kassavoo kompenseerimiseks.”

Näeme igal aastal kümneid ettevõtteid, kus omanikud annavad oma ettevõttele hoopis teistsuguse hinnangu. Hinna erinevus võib olla kordades. Sellisel juhul riskikapitalistid läbirääkimisi harilikult ei alustagi. See oleks mõlema osapoole jaoks aja raiskamine.

Riskikapitali ja ettevõtja suhe on nagu abielu: mõlemad pooled toovad kaasa oma head ja halvad küljed, millega tuleb koos elada aastaid. Abielludes pole samuti oluline ainult kaasavara, vaid ka teise poole iseloom ja soov anda panus ühisesse ellu.

Seega on hinnang raha paigutamisel ettevõttesse tegelikult kahepoolne: ka ettevõtja peab otsustama, mida uus partner peale raha firmasse toob. Võib-olla kompenseerib toodav lisaväärtus ja sellest tulenev tulude kasv riski, et osalus firmas on ära antud liiga odavalt. Eriti oluline on aga see, et mõlemad pooled saaksid aru teise mõtteviisist ja suudaksid ka sellega arvestada.

Mida riskikapitalist firmas näeb ja mille eest ta on nõus maksma:

1. Ettevõtja ise ja ettevõtte meeskond.

Kuldreegel analüütikutele ettevõtte hindamise kohta ütleb: esiteks juhtkond, teiseks juhtkond ja kolmandaks... juhtkond. Kogu ettevõtte on alati juhtkonna nägu.

2. Kasum ja rahavoog.

Kas firma on siiani olnud edukas? Firma senised majandustulemused näitavad elavalt juhtkonna suutlikkust firmat majandada. Hetkel on nii investorite kui ettevõtjate jaoks kõige tähtsam firma rahateenimisvõime. Juhul, kui firma on kiires kasvufaasis, investeeritakse teenitud raha ettevõttesse tagasi ning omanikele ei jää dividendidena väljavõtmiseks midagi.

Tihti on see riskikapitalisti jaoks positiivne näitaja, sest rahateenimisvõimet saab hinnata olemasoleva äri põhjal.

3. Kasv.

Enamasti investeeritakse lisaraha selleks, et tagada kiireks kasvuks vajalik finantseerimine. Kasv on suunatud tulevikku ja realiseerub juba ettevõtja ja riskikapitalisti koostöös. Seega ei ole õige küsida riskikapitalisti käest raha tulevase kasvu eest ette, küll aga tuleb kasvuvõimalused läbi mõelda äriplaanis.

4. Sektor.

Riskikapitalisti käsutuses on statistika erinevate tööstusharude ja majandussektorite kohta. Erinevatel sektoritel on rahateenimisvõimes ajalooliselt märkimisväärsed vahed: sama panusega võib mõnel alal teenida korraldades rohkem kui teisel. Seega võib firma väärtus sõltuda eelkõige sektori väljavaadetest.

5. Makromajandus.

Eesti ettevõtete ja investorite jaoks on peamine probleem koduturu ja firmade väiksus ning inimeste väike ostujõud. Seetõttu makstakse sarnase firma eest Eestis tihti vähem kui mõnes Lääne-Euroopa riigis. Hinnavahe on mõnikord 25% ja rohkemgi.

Riskikapitalist ei saa seda erinevust ignoreerida, kuna samasugune vahe kehtib ka siis, kui riskikapitali fond müüb aastate pärast oma osaluse.

6. Ettevõtte suurus.

Sama rentaabluusega tegutsev suur ettevõtte võib olla tunduvalt enam väärt kui pisiettevõtte. Suurettevõtete hinnalisa tuleb suuremast stabiilsusest, tugevamaast positsioonist turul ja noteeritud firmade puhul ka ettevõtete aktsiate likviidsusest.

Lisaks on veel palju pehmeid asjaolusid, mis kas liisavad firmale väärtust või kahandavad seda:

1. Rentaabluus.

Kui ettevõttel on suur käive ja madal rentaabluus, siis on ettevõtte väärtus tihti väiksem. Suure raha pööritamise

sega seondub suur risk, lisaks võib väiksemgi kõikumine müügimahtudes viia ettevõtte miinusesse. Rentaabluus on seotud loodava lisaväärtusega: mida rohkem tunnustavad kliendid loodavat väärtust, seda suuremat hinnalisa saab küsida. Konkurentidest eristumine kas väga hea toote või teenuse kvaliteediga, efektiivsema tootmisega või usaldusväärse kaubamärgiga tõstab iga võimaliku ostja jaoks ettevõtte hinda. Seetõttu on üsna madalalt hinnatud näiteks ainult allhangetega tegevad firmad, mille peamiseks eeliseks on odav tööjõud.

2. Kliendid.

Ettevõtte väärtus on suurem siis, kui ettevõttel on tugev kliendibaas. Väärtust vähendab näiteks see, kui ettevõtte on tugevas sõltuvuses ühest kliendist või tegutseb turul, kus klientidel on halb maksekäitumine ja sagedased raskused.

3. Likviidus.

Kui ettevõtte suudab oma rahaasju ajada nii, et otsest rahavajadused on kaetud ja bilansis on isegi puhver sularaha näol, tõstab see kahtlemata ettevõtte väärtust. Samas tuleb silmas pidada, et lihtsalt arvel olev sularaha on väärt täpselt niipalju, kui on selle raha nominaalväärtus.

4. Laovarud.

Aktivas olevad varad ei ole midagi väärt, kui nad ei teeni. Isegi vastupidi: suured laovarud võivad viidata ettevõtte müügiprobleemidele või ebaefektiivsele tellimispoliitikale. Aegunud laovarudel on ostja jaoks negatiivne väärtus.

5. Põhivarad.

Põhivarade puhul on olukord sama: kui nad ei teeni ettevõtte äriplaani, on nende väärtus madal. Näiteks on firmal laos seadmed, mida ei kasutata või on tootmisfirmal bilansis väljarenditud kinnisvara, mis ei ole seotud tootmisega.

6. Passiva struktuur ehk laenu osakaal bilansis.

Enamasti on firmad lisaks omakapitalile ka laenanud ja selles ei ole midagi negatiivset kuni laenukoormus üle pea ei kasva. Siin võib isegi tuua mõned kuldreeglid: omakapital peaks bilansimahust moodustama vähemalt 30% ja intressikandvad kohustused ei tohiks ületada omakapitali. Loomulikult viib uusemissioon firma finantsriski alla ja seega ei pruugi isegi laenude kõrge osakaal enne investeringut olla probleemiks.

7. Teised omanikud.

Riskikapitalistile on oluline, milline on firma omanike ring. Kas seal on peale ettevõtja ka teisi omanikke, kes võivad vajadusel firmat aidata? Kas teised omanikud on siiani olnud edukad ja kas nad on valmis koos riskikapitalistiga vajadusel ka finantseerimist jätkama?

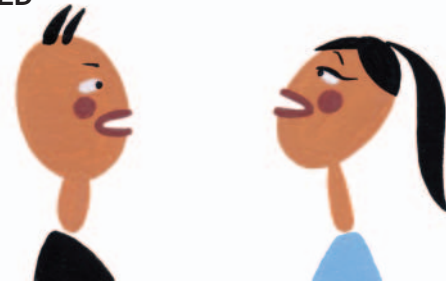
Lisaks on ka väärtust negatiivses suunas mõjutada võivaid asjaolusid. Näiteks eeldab riskikapitalist, et ettevõtte raamatupidamine ja asjaajamine on korras, ettevõttel ei ole olulisi rahalisi riske põhjustavaid kohtuasju, ettevõtte jälgib seadust nii loodushoiul kui töötajatega suhtlemisel.

Tavaliselt riskikapitali kaasamise protsessis lepivad eelnevalt kokku sisenemise hind ja tingimused ja alles viimase asjana algab *due diligence* ehk audit. Audit jaguneb finantsauditiks, juriidiliseks auditiks, keskkonnaauditiks ja vajadusel ka tehniliseks auditiks. Auditite käigus tuleb alati välja puudujääke, mida on enamasti võimalik kõrvaldada. Mõju kokkulepitud hinnale on neil vaid siis, kui selgunud riskid võivad viia oluliste väljaminekuteni. Äärmuslikul juhul võib ka tehing katki jääda: kui näiteks avastatakse, et bilanss on õhku täis ehk põhivarad üle hinnatud, laos olev kaup riknenud ja klientide võlgnevus lootusetu.

Parimad riskikapitalistid teenivad oma kapitalilt keskmiselt üle 30% aastas aastakümnete jooksul. See 30% kõlab ettevõtjale vahel hirmutavalt, kuna tavalises tööstusfirmas tundub taolise tulususe saavutamine võimatu. Sellise kõrge tulususe taust on üks: ettevõtted peavad selleks tegema arenguhüppe nii kvaliteedis kui suuruses. Kuigi mitte kõigil see ei õnnestu, siis proovida tasub: eelkõige iseenda ja oma meeskonna arendamise nimel. ■

Ettevõtte ostmise protsess

1. LÄBIRÄÄKIMISED



2. EELLEPING



3. AUDITID



4. AKTSIONÄRIDE-VAHELINE LEPE



Alustada tuleks riskikapitalisti võimalikust rollist ettevõttes. Kui ettevõtja tahab, et tehing toimuks, peab alguses keskenduma koostöö positiivsele poolele ja sünergiatele. Läbirääkimiste esimeses faasis pole kasulik kaasata juriste, ka riskikapitalist ei tee seda. Küsimused, mida arutatakse, on ärilised ja täpne sõnastus läbirääkimiste selles staadiumis on väheoluline, tähtsamad on põhimõtted.

Eellepingus fikseeritakse peamised tingimused riskikapitali kaasamiseks. Tähtsamad valdkonnad on ettevõtte väärtushinnang ja tehingu struktuur, ettevõtte juhtimine ja ettevõtte müük. Erinevalt abiellujatest näevad ettevõtja ja riskikapitalist alati eelnevalt ette, kuidas ja mis tingimustel toimub lahkuminek. See aitab tulevikus probleeme ja lahkavamusi vältida. Eelleping pole juriidiline dokument, vaid pigem paberil kokkulepe kahe osapool vahel. Seega võib ka selle ettevalmistamisel juristide kaasamine viia tähelepanu sisult sõnastuslikele detailidele.

Kui läbirääkimised võivad kulgeda väga erinevas ajatempos, siis auditid ei võta enamasti rohkem aega kui kuu, suuremates ettevõtetes kuus nädalat. Tavaliselt tehakse finantsaudit, juriidiline audit ja keskkonnaaudit. Auditid viivad läbi oma ala spetsialistid, enamasti audiitorfirmad ja advokaadibürood. Audititele kulunud rahast on kasu ka ettevõtjal, kuna tihti tehakse kindlaks ja kõrvaldatakse olulisi riske, millest ettevõtjal varem aimugi polnud. Näiteks puudub kirjalikult mõni oluline nõukogu või aktsionäride üldkoosoleku otsus või on üleval ootamatu maksurisk.

Lepet valmistatakse ette paralleelselt audititega. Aktsionäride vahelise leppe aluseks on eelleping. Alles nüüd on õigustatud ja vajalik juristide kaasamine. Samas tuleb taas ettevaatlik olla, et tehingu esialgne mõte juriidilistesse keerdkäikudesse kaduma ei läheks.

5. AKTSIATE OSTU-MÜÜGI LEPING VÕI EMISIOON JA AKTSIATE MÄRKIMINE



See on enamasti lühike ja standartne dokument, tehingu sisu on kirjas aktsionäride vahelises leppes.

6. AKTSIONÄRIDE VAHELINE LEPING JA OSTU-MÜÜGI LEPINGUD ALLKIRJASTATAKSE ENAMASTI KORRAGA JA PÄRAST AUDITITE LÖPPU

Juhul, kui auditi käigus avastati asjaolusid, mis nõuavad kas kordategemist või riskide maandamist, lisatakse audititest tulenevad nõuded sõlmitavatesse lepetesse. Lepingute allkirjastamine on tehingu kõige tähtsam moment, kus on põhjus lahti korkida šampanja ja teha pressiteade sündinud uue, tuveva liidu kohta.



7. RAHA LAEKUMINE



Raha ülekandmine on formaalsus, mis toimub täpselt eelnevalt sõlmitud lepingutele. Tihti sõlmitakse ka selliseid leppeid, kus riskikapitalist investeerib mitmes jaos, sõltuvalt ettevõtte vajadustest. ■

Aktsiatehingud

Kõik summad on märgitud miljonites Eesti kroonides. Majandusnäitajad põhinevad 2002 aasta andmetel, kui ei ole tähendatud teisiti.

S – netokäive E – puhaskasum P – tehingu hind B – omakapital EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid (-tulused)

Ostuobjekt: AS Paide Piimakombinaat varad, Meieri Tootmise AS varad
Tegevusala: piimatoodete tootmine
Tehingu aeg: september 2002

S: - E: - P: Ei avalda (EA) B: - EBITDA: -

Pakkuja: AS Kalev, AS Tallinna Piimatööstus

Taust: Ühinenud Meiereide aktsiad jõudsid Hansapanga valdusse, kuna piimatöötaja ei suutnud tagasi maksta Hansapangast võetud laene. Kalev ostis Paide Piimakombinaadi varad 45 miljoni krooni eest kavaga kasutada neid oma toodangule vajalike piimast valmistatud toorainete saamiseks. Kuna Kalev ei ostanud ettevõtet, vaid Paide Piimakombinaadi varad, siis töötab Paides AS Kalev Paide tootmistsehh. Tallinna Piimatööstus ostis samuti vaid firma varad ning Viljandis töötab Tallinna Piimatööstuse tsehh.

Ostuobjekt: 51% OÜ EM Foto
Tegevusala: ajakirjanduslikud fotod
Tehingu aeg: september 2002

S: 2,85 E: - 0,18 P: EA B: 0,18 EBITDA: 10,1

Pakkuja: Scanpix

Taust: EM Foto ülesandeks oli digitaalsete uudisfotode arhiveerimine ja müük. Ettevõtte eesmärgiks ei olnud kasumi teenimine, kogu tegevuse vältel toetas ettevõtet Eesti Meedia kontsern. Pärast enamusosaluse müüki sai ettevõtte nimeks Scanpix Baltic OÜ. Scanpixi tütarettevõtteks hakkab sinne ettevõtte vahendama fotosid nii Leedus, Lätis kui ka Eestis, nii laieneb Scanpixi tegevus Põhjamaadest Balti regiooni. Scanpix vahendab fotosid sellistelt agentuuridelt nagu Reuters, Corbis, SIPA, Lehtikuva. 49% Scanpix Baltic aktsiatest jäi endiselt Eesti Meedia omandusse.

Ostuobjekt: 22,4% Quattromed OÜ
Tegevusala: geenitehnoloogia, molekulaardiagnostika
Tehingu aeg: september 2002

S: 6,9 E: 0,4 P: EA B: 0,9 EBITDA: 4,9

Pakkuja: FIT Biotech Oyj (Soome)

Taust: Tartu Ülikooli *spin-off* firmamana alustanud Quattromed oli huvitatud omanikeringi laiendamisest, välisinvestori kaasamisega laienes firma tegutsemisareaal. FIT Biotech on samas huvitatud erinevate geenitehnoloogia valdkonna keskuste olemasolust. Mõlemad pooled olid enne tehingut mitu aastat teinud koostööd.

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid (-tulusid)
---------------	----------------	------------------	----------------	--

Ostuobjekt: 50% AS E.O.S.
Tegevusala: naftatransiit
Tehingu aeg: september 2002

S: 569	E: 230	P: EA	B: 231	EBITDA: -
--------	--------	-------	--------	-----------

Pakkuja: Baltica Finance NV

Taust: Endine suuromanik USA suurim gaasikompanii El Paso sattus finantsafääride tõttu raskustesse ja restruktureeriti, mille käigus firma keskendus tegevusele USA-s. Kuna El Paso soovis vabaneda USA-st kaugemal asuvatest ettevõtetest, ostis El Paso valduses olnud aktsiad senine kaasomanik Baltica Finance NV. Pärast tehingut vabanes EOS kohustusest varustada eelisjärjekorras senise suuromaniku naftatöötlemistehaseid. EOS plaanib alustada terminali laiendusega, et oma klientidele pakkuda senisest paremat teenust.

Ostuobjekt: AS Eesti Merelaevandus
Tegevusala: meretransport
Tehingu aeg: oktoober 2002

S: 1123,3	E: -105	P: -	B: 165,1	EBITDA: 82,9
-----------	---------	------	----------	--------------

Pakkuja: Tschudi & Eitzen Holding AS

Taust: AS Esco Holding müüs laevandusettevõttele Tschudi & Eitzen Holding AS kõik Eesti Merelaevanduse aktsiad. Varasemate erastamislepingute tagatisena panditi Eesti Vabariigi kasuks 20 protsenti Eesti Merelaevanduse aktsiatest, mis läksid samuti Tschudi & Eitzen Holding AS omandusse. Tehinguga samaaegselt jõudis kätte Eesti Merelaevanduse erastamise viimase osamakse tähtaeg, mille suuruseks oli 37,4 miljonit krooni.

Ostuobjekt: Shelli teenindusjaamad Balti riikides
Tegevusala: autokütuste jaemüük
Tehingu aeg: oktoober 2002

S: -	E: -	P: -	B: -	EBITDA: -
------	------	------	------	-----------

Pakkuja: Statoil

Taust: Shell otsustas müüa kahjumiga tegutsevad teenindusjaamad ja keskenduda Balti riikide turul määrdeainete müügile. Statoil soovis samas suurendada oma turuosa ning selle asemel, et ehitada uusi tanklaid, osteti müügis olnud Shelli tanklad. Kolmes Balti riigis oli Shellil 60 teenindusjaama, Eestis asuvad neist 25. Statoili turuosa tõusis pärast tanklate ülevõtmist Eestis 29%, Lätis 22% ja Leedus 20%. Tehing vajab nii Leedu, Läti kui ka Eesti konkurentsiameti heakskiitu.

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid (-tulused)
---------------	----------------	------------------	----------------	--

Ostuobjekt: **Suprema Securities AS**

Tegevusala: investeerimispank

Tehingu aeg: oktoober 2002

S: 82*

E: 27*

P: EA

B: -

EBITDA: -

*2001. aasta andmed, 2002 aasta audit veel kinnitamisel

Pakkuja: Evli Bank Plc

Taust: Mõnda aega müügis olnud investeerimispanka omanikud müüsid kogu aktsiapaki Soome Evli pangale, senisest kümnest eraisikust Suprema aktsionärist said pärast tehingut 1,2 protsendi Evli panga aktsiate omanikud. Suprema omanikud pidasid ühinemist Evliga parimaks variandiks, sest panga ostasoovijaid oli teisi. Panga juhtkonna sõnul oli Suprema Eestis saavutanud lae. Soomes asutatud Evli tegeleb praegu lisaks Põhjamaadele veel New Yorgis, Luksemburgis ning Balti riikides.

Ostuobjekt: **98,6% AS Tootsi Turvas**

Tegevusala: põllumajandusliku turba ja kütteturba tootmine

Tehingu aeg: november 2002

S: 174

E: 31,05

P: EA

B: 6,3

EBITDA: -

Pakkuja: Vapo oy (Soome)

Taust: Soome riiklik kontsern Vapo OY põhitegevuseks on turba ja puidu tootmine. Tegemine on tõelise hiiglasega, kelle aastakäive ulatub 6 miljardi Eesti kroonini ning kes soovis oma tegevusgeograafiat laiendada.

Ostuobjekt: **51% Väokivi-E OÜ**

Tegevusala: loodusliku kivimaterjali tootmine

Tehingu aeg: november 2002

S: 16

E: 0,4

P: EA

B: 2

EBITDA: 0,5

Pakkuja: Saare Dolomiit AS

Taust: Saare Kaluri kontsernile ja ettevõtte tegevjuhile Hindrek Auväärtil kuuluv Saaremaa Dolomiit omandas 51% Väokivi-E osakapitalist. Enne kuulus 34% Väokivist EE Grupile, ülejäänud 17% omandas Saare Dolomiit ettevõtte väikeaktsionäridelt. Ühiselt on Saare Dolomiit ja Väokivi loodusliku kivimaterjalide tootmise turuliider Eestis, kuid ühendamise mõtteks on sihtida välisurget. Pärast tehingut 49% Väokivist jäi endiste omanike kätte, kelleks on kaks Eesti investorit.

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid (-tulusid)
---------------	----------------	------------------	----------------	--

Ostuobjekt: 70% UAB Kela (Leedu)

Tegevusala: kontoritarvete müük

Tehingu aeg: jaanuar 2003

S: 34,0*	E: 0,01*	P: -	B: 9,9*	EBITDA: - 0,9*
-----------------	-----------------	-------------	----------------	-----------------------

*2001. aasta andmed, 2002 aasta audit veel kinnitamisel

Pakkuja: AS Infotark

Taust: Büroomaailma kauplusteketti haldav Soome-Eesti ühisfirma AS Infotark soovis laiendada oma tegevust Leedusse ning sel eesmärgil omandati enamusosalus kontoritarvete müügiga tegelevas UAB Kelas, mille omanikuks oli Balti-Ameerika Ettevõtlusfond ja kaks Leedu eraisikut. Tehingu käigus müüs Balti-Ameerika Ettevõtlusfond ära kõik aktsiad, osa aktsiaid müüsid ära mõlemad leedulastest omanikud, kes nüüd jäid ettevõtte vähemusaktsionärideks.

Ostuobjekt: 66% AS Sylvester

Tegevusala: metsamaterjali kokkuost ja töötlemine

Tehingu aeg: veebruar 2003

S: 2 311	E: 163	P: EA	B: 406	EBITDA: 263
-----------------	---------------	--------------	---------------	--------------------

kontserni kasum, vähemusosalus ellimineeritud

Pakkuja: Stora Enso

Taust: Stora Enso oli Sylvesteri koostööpartner aastast 1995, mil Stora omandas 19,9 % Imavere Saeveski aktsiatest, hiljem suurenes Stora osalus 34%-ni. Pärast tehingu sooritamist, millele oli vaja kuue riigi – Eesti, Läti, Saksamaa, Austria, Soome ja Rootsi konkurentsiameti heakskiitu, muutus Stora Enso Euroopa metsatööstuse turuliidriks. Tehingu käigus loovutasid Sylvesteri 97 aktsionäri 66% oma osalusest. Ajakirjanduse andmetel võis tehingu maksumuseks olla 1,5 kuni 2 miljardit Eesti krooni. Lähemal ajal muudab ettevõtte oma nime Stora Enso Timber ASiks.

Ostuobjekt: 50% T&E Esco Container Lines AS

Tegevusala: konteineerved laevadel

Tehingu aeg: veebruar 2003

S: -	E: -	P: EA	B: -	EBITDA: -
-------------	-------------	--------------	-------------	------------------

Pakkuja: Samskip BV

Taust: Eesti Merelaevanduse tütarfirma T&E Esco Container Lines asutati mullu detsembris. Veebruaris omandas poole firmast Islandi firma Samskip BV, mille peategevuseks on konteineervedude korraldamine Põhjamerel ja Läänemerel ning mille aastane käive ulatub 200 miljoni USA dollarini.

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid (-tulused)
---------------	----------------	------------------	----------------	--

Ostuobjekt: 40% AS V&K Holding
Tegevusala: videokassettide laenutus ja müük
Tehingu aeg: märts 2003

S: 28,2	E: 7,6	P: EA	B: 14,5	EBITDA: 7,8
----------------	---------------	--------------	----------------	--------------------

Pakkuja: Baltcap

Taust: Videoplaneti nimelist videokassettide laenutusketti omava ettevõtte senised omanikud Ivar Vendelin, Jüri Vendelin ja Toomas Kruus müüsid ära proportsionaalselt võrdse osa neile kuulunud aktsiatest. Investori kaasamise vajadus tekkis seoses aktiivse laienemisega Baltimaades. Üle-eelmisel aastal alustas Videoplanet tegevust Lätis ja kavandamisel on laienemine Leetu. Hetkel koosneb Videoplaneti kett 109 laenutuskohast ja viiest Filmshopi kaubamarki kandvast müügiesindusest Eestis ja Lätis.

Ostuobjekt: 100% AS FSS Plywood
Tegevusala: vineeri tootmine
Tehingu aeg: aprill 2003

S: 116,5	E: 14,8	P: EA	B: 12,4	EBITDA: 20,1
-----------------	----------------	--------------	----------------	---------------------

Pakkuja: UPM-Kymmene

Taust: Tehing on osa Sylvesteri liitumisest Stora Enso Timberiga. Sylvesteri kontserni kuuluv Forestex ja Stora Enso Timber müüsid oma osalused firmas Soome metsatööstuskontsernile UPM-Kymmene. Samal ajal müüs UPM-Kymmene osaluse Forestexis Stora Enso Timberile. Otepää vineeritehase ehitasid kolm aastat tagasi aktsiaseltsid Forestex ja Sylvester ning UPM-Kymmene kontserni vineeritootja Schauman Wood Oy.

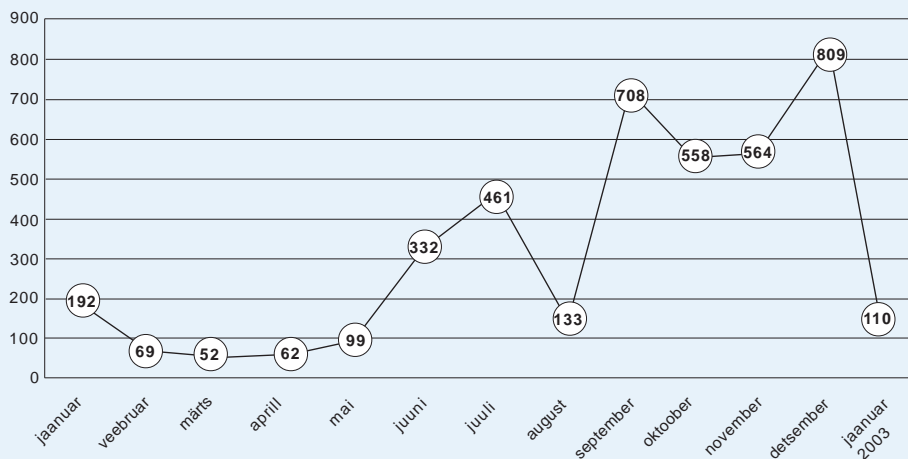
Ostuobjekt: 80% AS Tartu Energia
Tegevusala: soojusenergia tootmine
Tehingu aeg: veel lõpetamata

S: 108	E: 12,9	P: EA	B: 108	EBITDA: 19,3
---------------	----------------	--------------	---------------	---------------------

Pakkuja: Fortum OY ja AS Giga

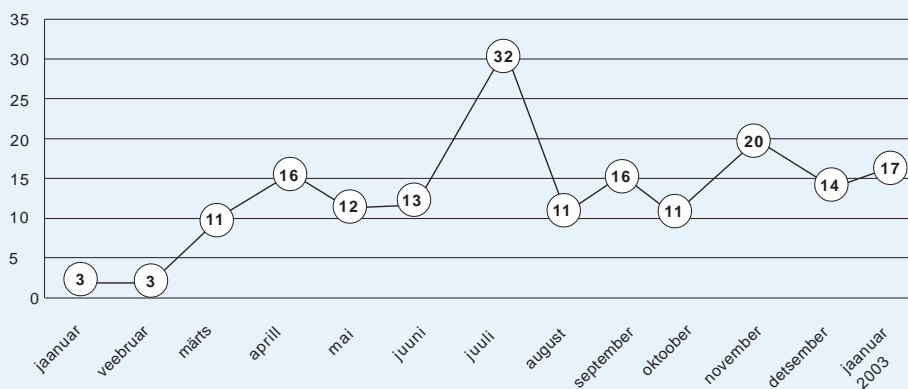
Taust: Tartu linn müüs kogu linna soojamajanduse Kotkan Energiale 2000. aasta sügisel, pärast seda asutati valdusfirma Tartu Energia, millele kuuluvad Tartu piirkonna katlamajad. Veidi aja pärast omandas 20% ettevõttest AS Giga, mis kuulub Tartu soojaärimehele Tiit Veeberile. Selle aasta alguses otsustas Kotkan Energia loobuda Tartu soojamajandusest. Osalusel loobumise ühe põhjusena nimetati Kotka linnale kuuluva firma liiga ambitsioonikat tegutsemist. Pärast tehingu lõpetamist saab Fortumist 60%ga Tartu Energia suuromanik, Giga osalus suureneb 40%le.

Aktsiaseltside registreerimine 2002. a. kuude lõikes



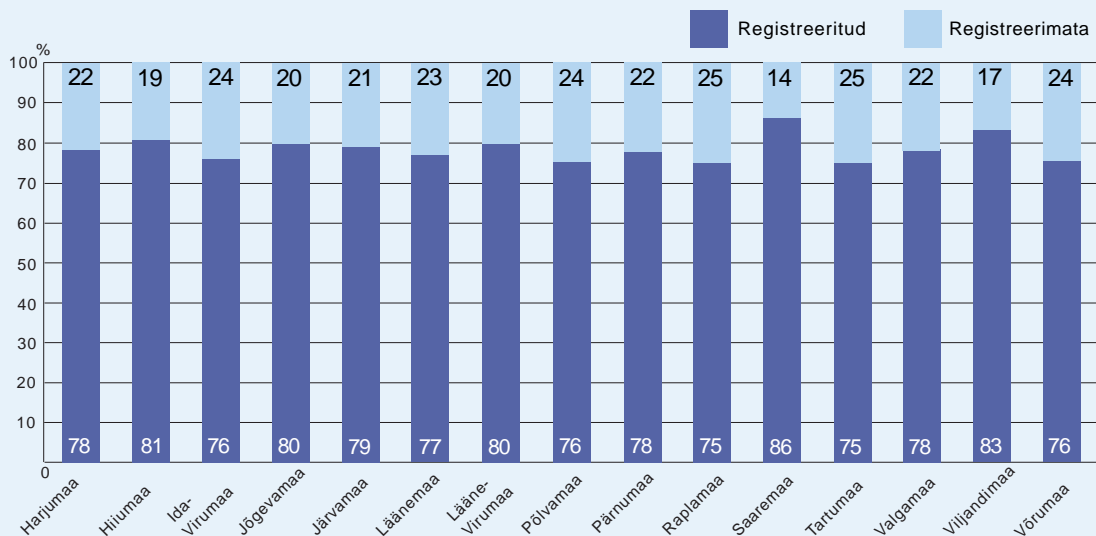
Aktsiaseltside registreerimistaotluste laekumine püsis aasta esimese viie kuu jooksul stabiilsena. Laekumine suurenes järsult juunis ning tõus jätkus peale augustikuu madalseisu aasta lõpuni.

Osaühingute registreerimine 2002. a. kuude lõikes



Osaühingute registreerimistaotluste laekumine on liikunud kogu aasta vältel tõusvas joones, saavutades oma haripunkti juulis. Tõusu jätkumist on märgata ka käesoleva aasta alguses.

Aktsiaseltside registreerimise seis maakondade lõikes märtsis 2003



Eestis kokku:
 Taotlusi esitatud 4882
 Aktsiaseltse kokku 6315
 Osaühinguid registreeritud 208

Estonia pst. 1
10143 Tallinn
tel 630 6570
www.baltcap.com
info@baltcap.ee

Pärnu mnt. 12
10148 Tallinn
tel 640 8801
www.hex.ee
hex@hex.ee

Baltcap

Baltcap on Baltikumi juhtiv riskikapitaliinvestor, hallates fonde kogumahuga 1,4 miljardit krooni. Alates 1996. aastast on Baltcap investeerinud pool miljardit krooni. Investeeritud on 20 ettevõttesse Eestis, Lätis ja Leedus, millest 8 on müüdud.

Baltcap investeerib konsolideerumis- või kasvufaasis ettevõtetesse, harvem uutesse projektidesse. Investeeringu suurus on 5 – 115 miljonit krooni.

Baltcapi omanike hulka kuuluvad lisaks firma töötajatele ka Soome riskikapitali firmad Sitra ja Capman ning investeerimispank Suprema.

Investeeringud Eestis: Videoplanet, Microlink, Teede REV-2, Standard, A. Le Coq (müüdud 2000), Vipex, Ecometal, Thom Tehnika, EMV (müüdud 1997).

HEX Tallinn

HEX Tallinn on väärtpaberituru ettevõte, mis ühendab Tallinna Börsi ja Eesti Väärtpaberikeskust. Nende ettevõtete kaudu toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Eestis.

HEX Tallinn kuulub rahvusvahelisse HEX Gruppi, mille peakorter asub Soomes. HEX Grupp opereerib börsi ja väärtpaberite keskdepositooriumit lisaks Eestile ka Soomes ja Lätis. HEX grupis töötab ligikaudu 500 töötajat.

Kirjastanud Director ja Partnerid
Ajakirja **Director** väljaandja
tel 625 9494
www.director.ee