

# Investor & Ettevõtja

Ajakiri juhile ja omanikule

SÜGIS 2004

BALTCAP  
BALTIKUMI SUURIM RISKINVESTOR



**Omandada või liituda?**

lk 8



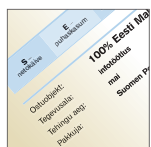
**TREV-2 teeb ühisprojekte  
ja ostab väiksemaid**

lk 4



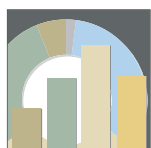
**Hindame tuleviku vara  
juba täna!**

lk 11



**Aktsiatehingud Eestis  
aprill 2004 – september 2004**

lk 17



**Eesti väärtpaberite  
keskregistri statistika**

lk 23

Koostanud

Director  
AJAKIRI TARGALE JUHILE

## Kolmandik saavutab eesmärgi

Kui ettevõtte tahab kasvada, on laias laastus valida kas orgaanilise kasvu või ühinemiste ja ülevõtmiste vahel. Enamus ettevõtteid püüdleb pidevalt orgaanilise kasvu poole: nad mõtlevad, kuidas juba sissetöötatud turul rohkem müüa ja kuidas uutele turgudele ennast sisse süüa või oma portfelli uute toodetega täiendada.

Üha sagedamini kasutavad ettevõtted kasvamiseks ühinemisi ja ülevõtmisi. Tihtipeale on see kõige kiiremaks ja efektiivsemaks kasvustrateegiaks. Näiteks siis, kui sihtturul juba tegutseb tubli ettevõtte, kel väga tugev turupositsioon või hea tootevalik. Või kui on tegemist turuga, millel olulised sisenemisbarjäärid, nagu näiteks regulatiivsed piirangud või turu väiksus. Ka on nii võimalus saavutada sünergia, kombineerides olemasoleva ja ühendatava ettevõtte parimad omadused.

Ühinemiste ja ülevõtmistega tehakse tavaliselt algust koduturul, liikudes siis edasi naaberturgudele. Tihtipeale kogutakse kogemusi, alustades väiksemate ettevõtete ühendamisest, et siis juba suuremaid tükke hammustada. Eesti ettevõtete enamik on viimased kümme aastat olnud peamiselt ülevõtmiste sihtobjektiks ning pigem erandlikud on olnud juhud, kus Eesti ettevõtte mujal "shoppamas" käib.

Eestlased on oma ettevõtluskultuuri ning nüüd juba ka kogemuste poolest jõudnud sinnamaale, kus kasvamine läbi ühinemiste ja ülevõtmiste, nii kodus kui ka väljaspool, muutub üha tavalisemaks. Üha rohkem kohtab eriti Riiasse ja Vilniusesse suunduvatel lennukitel eestlasest "maadeavastajaid", kes peavad plaane ettevõtete omandamiseks Baltikumis. Ka on taoliste tehingute rahastamise võimalused avaramad kui kunagi varem. Seega on tegemist valdkonnaga, mis oluliselt mõjutab Eesti firmade käekäiku tulevikus.

Maailma kogemusest on teada, et vähem kui kolmandik ühinemistest ja ülevõtmistest saavutab seatud eesmärgi, olgu see siis müügi või kasumi kasv, sünergia vm. Järelikult – enamik tehingutest pole edukad! Kas juhud, kes ühinemisi kavandavad ja eesmärgi sõnastavad, on liialt optimistlikud? Või lihtsalt ei suudeta plaane ellu viia nii hästi kui kavatsesi? Vist natuke mõlemat.

Seekordne Investor ja Ettevõtja räägib nii ühinemiste ja ülevõtmiste teooriast kui ka praktikast. Eks ikka selleks, et jagada kogemusi ning ärgitada kaasa mõtlema. Kuidas ikkagi saada kätte oodatud väärtus ja maksimeerida kasu?

**Gert Tiivas**

Tallinna Börsi juhatuse esimees



Ajakiri **Investor ja Ettevõtja** ilmub **Baltcap**, **Tallinna Börsi**, **Eesti Väärtpaberikeskuse** ja **Director** koostöös.  
Toimetaja: Tiit Efert, tel 625 9494, tiit.efert@director.ee  
Kujundus: Taivo Org  
Trükk: Printon

**BALTCAP**  
BALTIKUMI SUURIM RISKIINVESTOR



**Director**  
AJAKIRI TARGALE JUHILE

# Tallinna Börsil uus kauplemissüsteem

Alates 27. septembrist võtsid Tallinna, Riia ja Helsingi börsid kasutusele SAXESS kauplemissüsteemi, mis on oluliselt sammuks Balti- ja Põhjamaade ühendatud väärtpaberiturumisele. Varem toimus SAXESS süsteemis kauplemine Stockholmi börsil, Leedu börs plaanib uuele süsteemile üle minna 2005. aastal.

Olulisemad muutused:

- Ühtlustati Tallinna ja Riia börside kauplemispäeva struktuur, toimuvad ava- ja sulgemisoksjonid;
- Tallinna ja Riia börside liikme- ja kauplemisreeglid harmoneeriti NOREXi liikme- ja kauplemisreeglitega;
- Tallinna, Riia, Vilniuse börsidel noteeritud ettevõtted koondati Balti nimekirjadesse;
- Käivitati Eesti ja Läti depositeoriumite vaheline arvelduslink, mis võimaldab sujuvat piiriülest arveldamist;
- Arvutatakse uusi indekseid: Balti turu indeks BALTIX, Läti RIGSE ning Leedu VILSE, jätkub Eesti väärtpaberituru indeksi TALSE arvutamine.

Muudatused on samm Balti ühisturu loomise suunas, mille eesmärk on Eesti, Läti ja Leedu turgudevahelisi iseärasusi vähendades muuta sisenemine Balti väärtpaberiturule lihtsamaks ning odavamaks.

## Reglement muutus

Finantsinspeksioon andis heakskiidu Tallinna Börsi reglemendi muudatustele, et tagada börsi toimimispõhimõtete vastavus NOREX börsiliidu nõuetele.

Kõige olulisemaks ja mahukamaks Tallinna Börsi reglemendi muudatuseks on osa "Nõuded börsi liikmetele" uue redaktsiooni kehtestamine. Sellega harmoneeritakse Tallinna Börsi reglement võimalikult suures ulatuses NOREX'i liikmeregulatsioonidega.

Oluliseks muudatuseks on nõue avalikustada kõik börsiteated nii eesti kui ka inglise keeles. Muudatuse mõjul saab börsil noteeritud ettevõtteid puudutav teave senisest paremini kättesaadavaks rahvusvahelistele investoritele.

Lisaks täpsustatakse reglemendi osades "Väärtpaberite noteerimisnõuded" ja "Nõuded emitentidele" mitmeid emitentide aruandlusega seotud nõudeid.

Reglemendi ülejäänud osades tehtavate muudatuste eesmärgiks on reglemendi rakendamise käigus ilmnenud ebatäpsuste ja kitsaskohtade kõrvaldamine. Nii näiteks muudeti ka "Leppetrahvide osa", kus muudatused kõrvaldavad turu usaldusväärsust kahjustava tõlgendamise võimalikkuse. Tallinna Börsi uus reglement on kättesaadav Tallinna Börsi kodulehelt.

## EVKI uus koduleht

Eesti Väärtpaberikeskusel on alates septembrist uus iseseisev Eesti väärtpaberite keskregistri klientidele suunatud kodulehekülg on [www.e-register.ee](http://www.e-register.ee) ja uus registri üldinfo e-posti aadress on [info@e-register.ee](mailto:info@e-register.ee).

## Uus nimi – OMX

Tallinna Börsi ja Eesti Väärtpaberikeskuse emaettevõtte OMHEX uus nimi on alates septembrist OMX. Alates septembrist ei ole enam kasutusel HEX Tallinna nimi. Endiselt jäävad kasutusele Tallinna Börsi ja Eesti Väärtpaberikeskuse nimed. Tallinna Börsi uus Interneti kodulehekülje aadress on [www.omxgroup.com/tallinn](http://www.omxgroup.com/tallinn).

OMX nime kasutuselevõtu peamine eesmärk on lihtsustada grupi ettevõtete struktuuri, koondades kõik OMXi erinevate riikide ja tegevusalade ettevõtted ühe tugeva, OMX brändi alla.

OMX koosneb kahest divisjonist: OMX Exchanges ja OMX Technology. Tallinna Börs ja Eesti Väärtpaberikeskus kuuluvad koos Läti Väärtpaberite Kesksedepositooriumi ning Riia, Vilniuse, Helsingi ja Stockholmi börsidega OMX Exchanges divisjoni alla. OMX Technology on juhtiv kauplemistehnoloogia ettevõtte kogu maailmas.

## Idabloki börsid tipus

Kesk- ja Ida-Euroopa aktsiaturud on selle aasta esimese üheksa kuuga rühkinud maailma börsitõusu tippu, kirjutab Äripäev.

Esimese üheksa kuuga on maailmas kõige suurema hüppe teinud Kesk- ja Ida-Euroopa börsid.

Tabeli absoluutses tipus on Eesti investoritele raskesti ligipääsetav, Euroopa Liidu kandidaatriigi Rumeenia börs, mille hüpe on olnud aasta algusest 44 protsenti. Bulgaaria börs on tõusnud 28,8%. Sõltumatute Riikide Ühendusse kuuluva Ukraina börs on näiteks kosunud 26,2 protsenti.

Euroopa Liidu uue liikmesriigi Ungari börs on aasta algusest tõusnud 30, Eesti börs 22,9, Tšehhi 25,8, Leedu 11,6, Läti 34 ja Poola 19,3%

## BIGi võlakirjad börsile

Tallinna Börs alustas menetlust Balti Investeeringute Grupi 3000 võlakirja (nimiväärtusega 10 000 krooni) noteerimiseks Tallinna Börsi võlakirjade nimekirjas.

# TREV-2 investeeris ennast tugevaks

Sellest, kuidas Baltcapi rahasüstide ja firmajuhtide oskustega ehitati AS-ist **Teede REV-2 (TREV-2)** üles Eesti võimsamaid tee-ehitusfirmasid, mis võib jõuda ka börsiettevõtete sekka, kirjutab **Tiit Efert**.

**Kui tee-ehitust** võrrelda majaehitusega, siis esimene nõuab palju rohkem raha. Ka on teede ehituseks vaja oluliselt rohkem seadmeid, tehnikat ja oskusteavet.

TREV-2 tänane tugevus seisneb selles, et tegemist on küllalt suure käibega ettevõttega, mis võimaldab saada suuri projekte peatöövõtjana. Viimastel aastatel on kõvasti investeeritud seadmetesse, mis lihtsustab projektide võitmiseks jõuliste pakkumiste tegemist.

Maakondades on tütarfirmasid, kes eurorahade toel on teinud palju kohalikke teid. Teede REV-2-l on osalus asfaltbetooni tootvas AS ABT Revadoris, ka omatakse Tartu kandis Aardapalu karjääris ehitusliiva ja -kruusa kaevandavat AS-i Ropka Liiv. Firma bilanss on tugev – kopsakas omakapital pluss pikaajalised finantseeringud.

Loomulikult ei ole 44-aastase ettevõtte kogu tegevusaeg olnud nii roosiline. 1990. aastate alguses oli riik hädas majanduse kehva seisuga ja muude probleemidega ning teede ehitusele ja hooldamisele mõeldi vähe. Teede ehitajad pidid hakkama saama väga kitsastes oludes. Kuid selge oli see, et niisugune olukord kaua ei kesta. Kui Eesti tahtis olla Euroopa riik, siis ta pidi hakkama teid parandama – need olid niivõrd kehvast seisust.

Kui Baltcap 1998. aastal ettevõttesse sisenes, olid Baltcapi tollaegse partneri Kristjan Kalda sõnul TREV-2 jaoks halvimad päevad juba möödas. Eesti riik oli taas hakanud rohkem investeerima teede ehitusse. Baltcapi äriplaan põhineski sellel, et tee-ehitus on kasvav turg. TREV-2 arengut hakkas piirama kapitali puudus, mida Baltcap asus leevendama.

Veel samal aastal investeeriti uude, kaasaegsesse tehnoloogiasse, mis võimaldas teede külmtaastust ja -stabiliseerimist. Sellega saavutati konkurentide ees edumaa ja suudeti teha häid pakkumisi. See lükkas ettevõtte kasvule.

Aga et kasv oleks kontrolli all ja ettevõtte areng sihipärane, asuti 1990. aastate lõpus ettevõtet viima vastavusse kvaliteedi- ja keskkonnajuhtimissüsteemi standarditega. „See aitas väga oluliselt korrastada ettevõtte struktuuri,” sõnab tagantjärele TREV-2 juhatuse esimees Peeter Vilipuu. Protsess võeti ette põhjalikult – ettevõtte standarditega vastavusse viimine kestis aasta. ISO 9002 ja ISO 14 000 nõuetele vastamise kohta on TREV-2-le väljastatud sertifikaadid 1999. ja 2000. aastal. ISO 9002 sertifikaati uuendati ISO 9001:2000 nõuetele vastavaks 2002. aasta jaanuaris. Selge on see, et nimetatud standardid pole vaid enda jaoks, need märgivad rolli ka hangetel osalemisel.



**Peeter Vilipuu on mitu korda olnud võimalus TREV-2 endale kuuluv osa investoritele maha müüa. Seni on ta pidanud enda jaoks olulisemaks võimalust ettevõtet edasi arendada.**

**Tabel 1. Teede REV-2 käive ja kasum**

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Käive</b>	224	263	301	524	550
<b>Kasum</b>	6,55	8,21	11,8	46,9	25,1
<b>Materiaalsete põhivarade summa</b>	48,2	59,7	82,2	104	139
<b>Kassavoog põhitegevusest</b>	21,3	12,1	48,5	38,3	52,8

Allikas: majandusaasta aruanded

## Kohalikud ettevõtted

2000. aastal asus riik ümber korraldama maanteehooldde süsteemi. See oli majanduspoliitiline otsus, mille eesmärgiks oli lahutada tellija ja töövõtja funktsioonid, rakendada maanteehoiul rohkem eraettevõtteid ning tõhustada teedevalitsuste kui riigiasutuste haldussuutlikkust. Nendes maakondades, kus hooldetöid teeb ettevõtja, tegutseb teedevalitsuse vastava maakonna osakond. Eestis on kuus regionaalset teedevalitsust, kes haldavad riigimaanteid enam kui ühes maakonnas. Maakondades, kus on regionaalsete teedevalitsuste keskused, teevad hooldetöid eeskätt teedevalitsused ise. Hooldde väljaandmine toimub lepingu alusel pärast riigihanke avatud pakkumist.

2000. aastal võitis TREV-2 konkursi Põlva Teedevalitsuse varadele. Nendega opereerimiseks asutati tütarettevõtte AS Põlva Teed. Sellega kaasnes ka Põlva maakonna teede hooldusleping. Järgmisel aastal õnnestus samasugune leping saada Rapla Maakonnas, kus moodustati tütarettevõtte OÜ Rapla Teed. 2002. aastal osteti ära Valga Teedevalitsuse varad ning moodustati OÜ Valga Teed. Igas tütarettevõttes töötab umbes 100 inimest ja iga ettevõtte teeb keskmiselt 50 miljoni kroonist käivet aastas.

Kuid lisaks varadele saadi kaasa ka kõik ettevõtete senised kohustused ja töötajad, keda ei tohtinud lahti lasta. Hooldusleping aga saadi vaid neljaks aastaks. Iga nelja aasta tagant on uus konkurss, kus võib senisest hoolduslepingust ilma jääda. Põlva maakonna teedele toimuski juba uus konkurss, mille tulemusel õnnestus TREV-2-l hooldusleping säilitada.

Maanteeameti peadirektori asetäitja Koit Tsefels tunnistab, et kohalike teedevalitsuste erastamine oli eraettevõtete jaoks riskantne. Esialgne hooldusleping saadi ju vaid neljaks aastaks ja ainult hooldustöödest ära ei ela. Tellimusi tuleb saada ka kohalikest erafirmadelt ja valdadelt.

Kristjan Kalda hinnangul oskas TREV-2 kohalike teedevalitsuste ostmisel ära kasutada tekkinud sünergiaid. Kohalikke spetsialiste ja uusi teadmisi õnnestus rakendada ka teistel objektidel ja teistes valdkondades.

Seni hoolduslepingut omanud ettevõttel uuel konkursil erilist eelist ei ole. Tsefelsi sõnul vaadatakse pakkumistes vaid 15% ulatuses ettevõtte pakutavat kvaliteeti ja omapoolset teede ehituskava. Põhirolli mängib ikkagi vaid hind. „Kuid kui sul on kohapeal inimesed ja sa tunned kohalikke olusid, siis suudad teha teistest parema pakkumise,“ märgib Tsefels.

Tema sõnu kinnitab näide, et Põlva lepingut suutis TREV-2 küll edukalt kaitsta, kuid Harjumaal Kuusalu piirkonna lepingut kõrvalt tulijana võita ei suutnud.

Praeguse seisuga omavad maakondlikke hooldelepinguid lisaks AS Teede REV-2-le veel AS Aspi, OÜ Üle, AS TREF, AS Vooremaa Teed ja AS Talter. Eraettevõtjad teevad hooldetöid ligi kahe kolmandiku ulatuses riigimaanteede kogupikkusest. Riiklikele teedevalitsustele on seni jäänud veidi üle kolmandiku.

Tsefelsi sõnul on suund selline, et ilmselt annab riik lõpuks kõikide maakondade hooldustööd eraettevõtetele. Harju maakonnas ongi juba kohalikust teedevalitsusest saanud ainult töö tellija ja järelevalvaja. Kõik sõltub sellest, kui palju riik soovib ise tee-ehituse seadmetesse investeerida. Viimastel aastatel on seda tehtud minimaalselt.

Järgmine samm toimus TREV-2 arengus 2003. aastal, kui osteti 100% teede ehituses olulise tarnijana ehitusliiva tootvast AS-ist Ropka Liiv. Selle käive on 12 miljonit krooni aastas ja seal töötab 13 inimest.

## Numbrid ja liiklusemärgid

Lisaks ettevõtete ostmisele on TREV-2 laienenud ka tootearenduse kaudu. Autoteede ehitamise kõrval on ettevõttes raudteedivisjon. Ka Eesti raudteed vajavad ehitamist, remonti ja hooldust – see on kasvav valdkond. Lisaks on loodud liikluskorraldusvahendite tootmise osakond.

Sellest on kasvanud tugev üksus, mis tegeleb nii liiklusemärgide kui ka reklaamide valmistamisega. Tänavu suvel võitis TREV-2 märgijaoskond riigihankekonkursi autode numbrimärkide valmistamiseks. Hetkel on see jaoskond väga koormatud, kuna Eestis on seoses uute EL embleemi kandvate numbrimärkide kasutuselevõtmisega märkide vahetamise buum, mistõttu tsehh töötab neljas vahetuses. Vilipuu sõnul oli numbrimärkide tootmine ettevõtte jaoks normaalne areng, sest kasutada saab samu seadmeid, mis liiklusemärgide puhul. Just tänu sellele õnnestus teha ka konkurentidest odavam pakkumine, sest TREV-2 puhul ei kaasanud nende tootmisega erilisi püsikulusid.

## Üle-euroopalised konkursid

Suuremate tee-ehitusobjektide konkursid, mida rahastatakse Euroopa Liidu fondidest, on üle-euroopalised. Mõnikord kehtestatakse seal osalevatele firmadele nõuded, mis välistavad

## AJALUGU

TREV-2 ajalugu ulatub aastakümnete taha. Jaanuaris saab ettevõtte juba 44-aastaseks.

Eesti NSV-s tegelesid teede ehitamise ja hooldamisega 1960. aastani rajoonide teedevalitsused. Vajadus uute teede järgi aga suurenes ja 1961. aasta jaanuarist moodustati kaks riiklikku teedeehituse ettevõtet. ENSV Autotranspordi ja Maanteede ministri ühe käskkirjaga loodi Tallinna Teede Valitsuse juurde Teede Ehituse Rajoon nr 2 ja teise käskkirjaga alates 1961. aasta 1. jaanuarist täiesti iseseisev ettevõtte Teedeehituse Valitsus nr 2 (TEV-2) ja Pärnusse Teedeehituse Valitsus nr 1 (TEV-1).

Kuni 1982. aastani tegeles TREV-2 eelkäija Tallinna ümbruses peateede ehitamisega, valmistas asfaltbetooni ja ehitas asfaltbetoonkatteid (umbes 100 000 tonni aastas). 1982. aastal eraldati TREV-2-st asfaltbetooni tootmine ja tehti iseseisev ettevõtte.

1991. aastal asutasid riikliku ettevõtte töötajad rendi-ettevõtte Teede REV-2 ja rentisid Teede- ja Sideministeeriumilt Teede Remondi ja Ehituse Valitsuse nr 2 varad. Teede Remondi ja Ehituse valitsuse nr 2 tegevus lõpetati ministeeriumi käskkirjaga 1992. aastal.

1993. aastal asutas osa rendi-ettevõtte töötajaid aktiaseltsi Teede REV-2, nad rentisid Transpordi- ja Sideministeeriumilt endise Teede Remondi ja Ehituse valitsuse nr 2 varasid edasi.

1996. aastal ostis AS Teede REV-2 erastamisagentuurilt nimetatud varad välja ja jätkab praegu tegevust iseseisva ettevõtteks. Ettevõttes töötab inimesi, kes on seal olnud peaaegu algusest peale. „Tähistame siin nende 40. tööjuubeleid,“ märgib juhatuse esimees Peeter Vilipuu.

Eesti tee-ehitajate osalemise. Näiteks on ehitajale kehtestatud konkursil kvalifitseerumiseks selline käibenõue, mis võrdub Eesti teedeehitajate kogukäibega. Kuid see ei ole Eesti ehitajaid kohutanud. Nad on pannud seljad kokku, teinud ühispakumisi ning neid ka võitnud. Kohalike olude tundjana on siiski lihtsam suurte ja kaugete ettevõtete ees konkursse võita.

Mingeid muid eeliseid kohalikel firmadel ei ole ja rahvuslik patriotism siin rolli ei mängi. Hankeid korraldavate komisjonide istungid on ingliskeelsed. Kui kaks eestlast vahetavad mõne sõna eesti keeles, millest Euroopa teedeehitajad aru ei saa, on õigus komisjoni istung tühistada. „Kui mina käin rahandusministeeriumis komisjoniliikmetele tere ütlemas, siis seda pannakse pahaks,“ märgib Peeter Vilipuu. Kõik on külmalt kalkuleeritud ja rahvuslikkus võib pigem kahjaks tulla.

Konkurssidel osalemine on tõsine töö. „See on kuhi pabeleid, mis osalemiseks tuleb täita,” tõstab Kristjan Kalda käe mõnekümne sentimeetri kõrgusele laua kohale.

Konkurssidel osalemisel hinnatakse nii ehitaja oskustea- vet, pakutud hinda kui ka rahalist seisu. „Kui su aastakäive on 10 miljonit, siis sa ei saa ju osaleda 40 miljoni kroonise objekti hankekonkursil,” sõnab Vilipuu. Sest tee-ehitajal tuleb algselt objekti ehitust ise finantseerida.

Kuid rahastamisel asuvad ehitajatele appi pangad. Näiteks Hansapank on teede ehituse sektori finantseerimisel aktiivne ja väga huvitatud erinevate projektide rahastamisest.

Hansapanga Ettevõtete Panganduse kliendisuhete direktori Eddi Joosti sõnul on riigi kui tööde tellija maksekäitumine üldjuhul korrektne ning tööde rahastamise skeemid arusaadavad. Samuti on kogu informatsioon planeeritavate projektide ning rahastamise allikate kohta kõigile huvilistele kättesaadav. Pank pakub mitmeid rahastamise skeeme, alustades tavalisest laenust ja lõpetades faktooringuga.

Milliseid riske pank finantseerimisel näeb ja kuidas neid maandab? Kui tööde tellija ja tööde teostaja on lepingu sõlminud, on finantseerimisel sisuline risk kliendi oskustes ja võimes teostada tööd lepingus sätestatud kvaliteedi ja kiirusega. Seega on taoliste projektide puhul finantsseisundi kõrval oluline roll tööde teostaja oskusteabel, kogemusel, inimressursil ning materiaalsel baasil (masinad, tehnika). Sellele lisandub traditsiooniline finantsanalüüs. Seega pääsevad panga jutule vaid kogemustega ja head tegijad, kel on omas valdkonnas usaldusväärne maine.

Koostööd TREV-2-ga peab Joost väga heaks. „Juhtkonna ja omanike motiivid on panga jaoks selged, tänu pikaajalisele koostööle sujuvad asjad kiiresti. TREV-2 on omas sektoris üks tugevamaid ning kindlasti väga hea potentsiaaliga ettevõtte, kellega pank julgeb ühisprojekte ette võtta küll,” sõnab Joost.

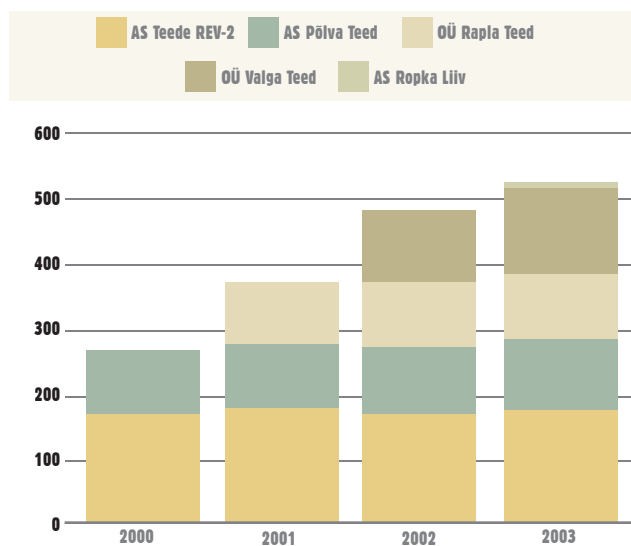
See, miks üks firma suudab teha odavama pakkumise kui teine, põhineb osaliselt sellel, kui võrd tuntuks objektile lähedasi olusid. Tuleb leida erilisi kanaleid, kust saab näiteks teede ehituseks materjali ning oluline on arvestada loodustingimustega. Näiteks leitakse vahel objekti lähedal mingi koht, kust kruusa kaevata ja tarnida. Nii hoitakse mõnikord hulgaliselt kallist raha kokku.

Siiski peavad Koit Tsefelse sõnul kõik Eesti firmad kõvasti pingutama ja oma hinnapakkumistes arvestama suurte ja võimsate välisfirmadega. Riigi seisukohalt on see hea, sest teedeehitajad pakuvad praegu väga häid tingimusi.

## Võitlus vihmaga

Kahjuks on teede ehitus Eestis tsükliline. Eelkõige puudutab see omavalitsuste teid. Neil aastail, kui sügisel toimuvad kohalikud valimised, käib suvel vilgas teede ehitamine ja

## Joonis 1. Töötajate arv kontsernis aastate lõikes



Allikas: www.trev2.ee

parandamine. Järgmiseks aastaks ennustabki Vilipuu 20%list teede ehitamise kasvu.

Tsüklilisus ei ole tee-ehitajate jaoks väga mugav – see sunnib hoolikalt tegelema tööjooksimustega, et leida optimaalne töötajate arv, mis tagab kõrghetkel tähtsajaliselt tehtud tööd ja millele madalseisus ei peaks niisama palka maksma.

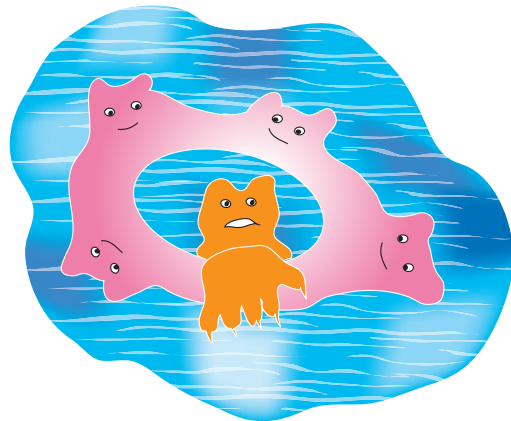
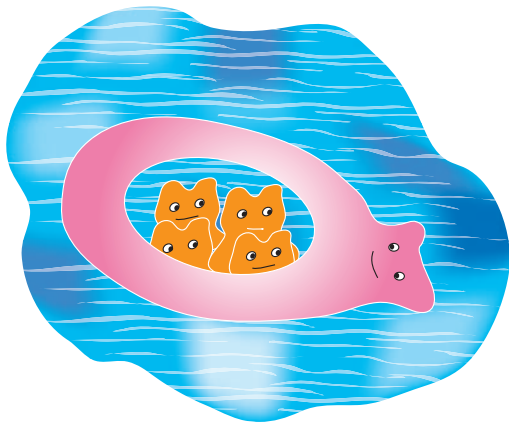
Samasugune olukord on ka talvel, mil tee-ehitus praktiliselt seisab, kuid püsikulud, millest suur osa on palgakulu, on suured. Tee-ehitus nõuab töötajalt spetsiifilisi oskusi. Kui üks masin võib maksta 10 miljonit krooni, siis ei saa igaüht selle kallale lasta.

Koit Tsefelse sõnul riigi maanteehoolduses tsüklilisust ei ole. Mahud on viimastel aastatel kasvanud ja näiteks järgmisel aastal planeerib maanteeamet teetöödeks 2 miljardit krooni, mis on viimaste aastate kõige suurem summa.

Väga kriitiline on teetööde puhul ilm. Pikad vihmaperioodid võivad töögraafiku segi paisata. Samas tee-ehitajad selle vastu ennast ei kindlusta. Küll aga kindlustatakse ehituse puhul see, kui vihm peaks näiteks nõlvaku ära uhtuma.

Viimasel ajal on ajakirjanduses märgitud ka võimalust, et TREV-2 noteerib oma aktsiad börsil. See küsimus oli päevakorral siis, kui Baltcapi investeeringu tähtaeg lõppes. Lõplikku otsust börsile mineku kohta pole ettevõtte omanikud teinud.

„Börsile minekuks on kõik nõuded täidetud, aga me pole lõplikku otsust ses osas veel vastu võtnud. Börsile minek peab olema kaalutud otsus, ajutiselt sinna minna pole mõtet,” märgib Vilipuu. Tema sõnul on TREV-2 olnud algusest peale teadlikult avatud ettevõtte ning juba praegu on 30% ettevõtte aktsiatest sisuliselt vabalt kaubeldavad. Tõsi küll, seni mitte veel börsi nimekirjas.



# Omandada või liituda?

Mitmed väited, millega ettevõtted õigustavad ettevõtete vahelisi liite – näiteks sünergia ja mastaabiefekt – kehtivad ka ettevõtete ostmise puhul. Juhid peaksid enne otsustamist hoolikalt kaaluma mõlemat strateegilist võimalust. Kui ülevõtmine on jõukohane, investering kaalub üles eelised, mida pakub ühissettevõtte paindlikkus, varad on kergesti emaettevõttega liidetavad ja nende väärtust on lihtne hinnata, on pigem õigustatud ettevõtte ostmise.

**Erinevalt Eestist** on mujal maailmas muutunud väga populaarseks ettevõtete vahelised liidud ja ühissettevõtted. Mis on selle taga?

Ettevõtjad ise põhjendavad ühissettevõtmisi viidetega globaliseerumisele, sünergiavajadusele, tööstusharude koon-dumisele ja konsolideerumisele, mastaabiefekti võimalustele ja survele, mida põhjustab toodete aina lühem eluiga. Uued organisatsioonid keerlevad selliste märksõnade ümber, nagu „virtuaalsed organisatsioonid“ ja „võrgustikud“. Kõik see toetab liitude mudelit.

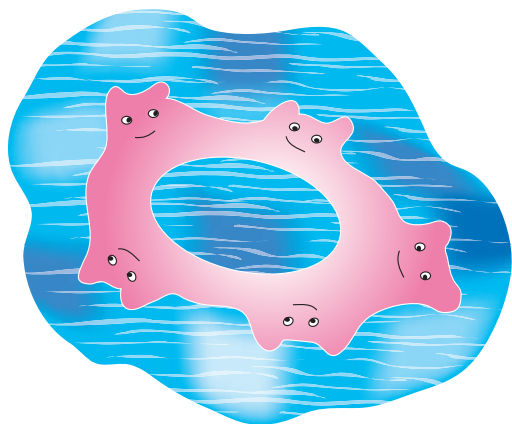
Kahtlemata on kõik need põhjendused tänapäeva äri-keskkonnas üliolulised. Ilmne kokkusattumus on see, et liidud on õide puhkenud just koos eespool märgitud majanduslike ja organisatsiooniliste arengutega. Kuid kui pendel

kaldub liigselt ühes suunas, hakkavad silma ka asjad, mis jäävad teisele poole. Niimoodi on arvukate liitude kõrval tõusnud päevakorda ka ettevõtete ostmise ja arutletakse, millist kasu annab nende ülevõtmine.

Tihtilugu on nii, et ettevõtte jaoks on ülevõtmisest või liidust teise ettevõttega saadav sünergiaefekt samasugune. Kuid milline tee siis valida?

Iga eduka liidu kõrvale, kus tõesti on õnnestunud liita kahe ettevõtte vahendid, võib tuua näiteid, kus koostööst ei saanud asja ja potentsiaal jäi realiseerimata. Üheks selliseks näiteks on Renault' ja Volvo koostöö, mis ei õnnestunud. Asi lõppes sellega, et Volvo kontserni ostis ära hoopis Ford. Ja Renault teeb koostööd Nissaniga ning see toimib suurepäraselt.





## Mastaabiefekt

Kui vaadata liidu loomise põhjendusi, siis peamine õigustus on kasu saamine mastaabiefektist. Kuid tihti unustatakse ära, et sedasama pakub ka ettevõtte ülevõtmine.

Eriliselt on suutnud autotootjate vahelist sünergia ära kasutada Volkswageni–Audi kontsern, mis on ära ostnud mitmeid autotööstusi. Sisuliselt samadest osadest ehitatakse mudeleid Seati, Škoda, Volkswageni ja Audi kaubamärgi all. Olulisemad erinevused on vaid autode disainis ja hinnaklassides. Nii suudetakse ilmselt tootearenduskulusid korralikult kokku hoides pakkuda tooteid väga erinevatele segmentidele üle maailma.

Ja ikkagi põhjendatakse just mastaabiefektiga paljusid hiljutisi liitumistehinguid, eriti tööstuste koondumisi. Nii põhjendati ka Daimleri–Chrysleri liitumist. Kuid seal pole erilist sünergia saavutatud ja hiljuti läksid liikvele hoopis kuulujutud ettevõtete peatsest eraldumisest.

Pole selgust, kas liidu puhul tehtud investeering tasub ennast kiiremini ära kui investeering ettevõtte ostmisse. Näiteid on erinevaid. Nii mitmegi tütarettevõtte kasumit teenima panek võtab pika aja. Samas, ka paljud liidud seiskuvad pärast koostöölepingu sõlmimist. Miks jäävad paljud koostööd toppama?

Põhjendus on lihtne. Liite tehakse vaid moe pärast, sest ka teised teevad nii. Kuid liidu moodustamine teise ettevõttega on mõttekas vaid siis, kui see on kooskõlas ettevõtte strateegiaga ja turg vajab ühistoodet.

Tihti on liitude ja ühissettevõtete loomine vajalik omal valdkonnas konkreetsete projektide läbiviimiseks. Nägime kõrvalolevast artiklist, kuidas Eesti teedehitajad teevad koostööd suurte objektide võitmiseks, et vastu panna suurtele konkurentidele Euroopast. Sama toimub ka reklaamiagentuurides. Mõne suurema projekti võitmiseks pannakse seljad kokku. Kevadel ühinesid reklaamiagentuurid Indigo ja Bates, nende eesmärgiks oli seeläbi võita suuremate klientide usaldus. Väikestele tegijatele suured tellijaid oma töid ei jaga.

Kuid on ka teisi näiteid. Neli aastat tagasi pakkusid Postimees ja Eesti Ekspress reklaamiandjale ühiselt reklaamipinda. Huvi selle vastu jäi leigeks, sest turg ei vajanud sellist toodet.

Õnnestuvad need liidud, kus karmilt on analüüsitud kõiki alternatiive ja liidust saadav kasu on endale täiel määral selgeks tehtud.

Hetkel peetakse ettevõtte arengu seiskohalt liitumist paremaks võimaluseks kui teise ettevõtte omandamist. Kuid püüame neid kahte võimalust vastandades välja selgitada, kumb variant on õigustatum. Võrdlemine annab hea võimaluse leidmaks vastuseid küsimusele, kuivõrd loogiline on ettevõtte jaoks liidu loomine.

Kui kasutada lihtsalt loosungeid, et liiduga saavutame mastaabiefekti ja sünergia ning hoiame kokku kulusid, siis on liidu loomist vägagi lihtne põhjendada. Aga kui sul on alternatiivne võimalus, on selgeid eeliseid palju keerulisem välja tuua.

Näiteks liitumiste ja ühissettevõtte puhul kasvab omanike ring. Mida rohkem on omanikke, seda rohkem on ka erinevaid soove ja vastuolusid ning vähem jõulisi otsuseid. Sisuliselt Hans H. Luige ja Rootsi meediakontserni Bonnier ühisfirmamana ei arenenud Ekspress Grupp piisavalt jõuliselt. Poolte kannatus katkes ning Luigel õnnestus partneritelt osalus välja osta.

Millal peaksid ettevõtted liite moodustama ja millal neid eelistama ettevõtete ülevõtmisele? Selleks pakume siinkohal välja raamistikku, mida võib tähistada nelja I-na (tuleb ingliskeelsetest sõnadest *Infeasibility* – teostamatus, *Investment in options* – investeerimisvalikud, *Indigestibility* – sobimatus ja *Information asymmetry* – informatsiooni ebavõrdsus). Selline raamistik pakub hea võimaluse alustada arutelu ettevõtte edasiste arengusammude hindamiseks.

## Teostamatus

Teostamatus on üks peamisi põhjusi, miks firmad loovad pigem liite, kui omandavad teisi ettevõtteid. Kohaliku partne-

ri leidmine on kindel viis minna mööda piirangutest, mida mõned riigid on välisinvestoritele kehtestanud. Nii on sisenedud näiteks Venemaa, Hiina ja India turule. Teostamatuse tõttu on liidud levinud ka poliitiliselt tundlikes valdkondades, nagu sõjatööstus ja telekommunikatsioon.

Kuid olukord on veelgi komplitseeritum. Esmapilgul hinnates võib ettevõtte ostmise näida väga jõukohane ja mõttekas. Aga mõned riigid on varmad muutma seadusi. Tänapäevase investeeringu väärtus võib homme olla hoopis teine. Muutused paljude riikide seadustes ja regulatsioonikeskkonnas soovitavad hetkel valida koostöö mõne ettevõttega ja jätta endale tulevikuks võimalus partnerettevõtte ära osta.

## Investeeringuvalikud

Kui ülevõtmise puhul on eeliseks investeeringu väärtuse kasvamine, siis liitude puhul on võtmesõnaks paindlikkus. Seetõttu on liidud levinud ebakindlas tööstusharus, nagu biotehnoloogia, kus ettevõtte väärtus võib kiiresti tõusta või langeda. Liidud hõlbustavad ka sisenemist geograafiliselt kaugetele turgudele, võimaldades ettevõtetel säilitada senist kulutuste taset.

Just jaotuskanalite kasutamine ja Balti riikide vallutamine pani koostööd tegema Tartu joogitootjad A.Le Coq ja Õsel Foods. Õselil polnud jõudu, et oma mahlatooteid ise Balti riikides turustada. A.Le Coq pidas võimalikku tekkivat sünergia sedavõrd lootusrikkaks, et ostis Õsel Foodsi ära.

Vaatamata sellele, et paindlikkus ja riski vähendamine on liitudesse astumise peamised põhjendused, ei hinda ettevõtteid piisavalt nendest saadavat võimalikku kasu. Liitudesse investeerimine ei garanteeri iseenesest paindlikkuse kasvu ja riski vähenemist. Kuigi nii tihtilugu arvatakse. Selle nimel tuleb pingutada. Koostööprojekte tuleb juhtida sama efektiivselt nagu oma ettevõtetki. Koostöötajad peaksid püüdlema selle poole, et saada liidust rohkem kasu. Selleks tuleb selgelt määratleda, kuidas projekti juhitakse, panna paika vastutusalad. Kuid ära ei tohi unustada seda paindlikkust, mida ühissettevõtmine pakub. Liitu tuleb juhtida just seda silmas pidades.

## Sobimatus

Ülevõtmisejärgse liitmise kulud kujutavad endast ühte kulu liiki, mis ülevõtmisega kaasneb ja mille suurus on raske hinnata. See kulu tekib alles siis, kui ülevõetava ettevõtte varad on vaja liita emaettevõttega. Ja kulud kasvavad, kui kõik ei lähe plaanitult libedusega.

Selliseid probleeme esineb tihti siis, kui ostetud ettevõtte asub võõral maal, kus on teine juhtimiskultuur. Selline olukord on kaugel lihtlasest siis, kui ostetud varad on osa suurest korporatsioonist ja jagatud paljude üksuste vahel. Lihtne on siis, kui varad kuuluvad ühele äriühingule. Seegi

muudab atraktiivseks liitude loomise, sest siis saab ettevõtte kasutada oma varasid täpselt sellises ulatuses, nagu koostööprojekt vajab. Pole vaja ennast pühendada soovitud varadega tegelemisele või takkapihta tuleb tegelda veel mittevajalike varade mahakandmisega. Ja seda pärast investee ringu tegemist.

## Informatsiooni ebavõrdsus

Informatsiooni ebavõrdsus on see, kui üks osapool teab teisest rohkem. See avaldab majanduses suurt mõju. Klassikaline näide on kasutatud autode turg. Müüja teab auto kvaliteedist sageli palju rohkem kui ostja. Müüjal võib tekkida probleeme potentsiaalse ostja veenmisel auto tegelikult kvaliteedis. Seetõttu alandab ostja alati hinda, väljendades sellega ebakindlust auto kvaliteedi suhtes.

Sarnase probleemiga pörkame kokku ka ettevõtete puhul. Ostja firma võib olla väga kahtlev ostetavate varade tegeliku väärtuse suhtes. Eriti terav on teema siis, kui ostja ja müüja tegutsevad eri valdkondades ja toodavad erinevaid asju.

## Kasutage liite valikuliselt

Pole kahtlustki: paljud läbikukkumised on tingitud sellest, et antud olukorras oleks liidu loomise asemel olnud kasulikum ettevõtte ära osta, ja vastupidi. Liitude levik paljudes majandussektorites ei muuda peamist arvamust, et teatud olukordades on liidud kasulikud, kuid teistes tuleks neid vältida.

Otsustajad peavad punkthaaval võrdlema võimalikke liidu eeliseid, nagu ka kulusid ja riske, mis kaasneksid ülevõtmisega. Selliste punktide kõrvutamine, nagu mastaabiefekt, globaliseerumine, sünergia jne on kindlasti oluline osa otsustamisprotsessist; aga peamine on, kuidas see kõik haakub ettevõtte strateegiaga.

Eespool toodud raamistik pakub juhiseid, kas otsustada liitude või ülevõtmiste kasuks. Kui ülevõtmine on jõukohane, kui investeeringu väärtus ületab võimalikke lisakulusid, varad on kergesti liidetavad emaettevõttega ja nende varade väärtust on suhteliselt lihtne hinnata, ei ole liidu tegemine parim tee edasiminekuna.

Teistel juhtudel võib mõni kriteerium kallutada otsust liidu kasuks, kuid teised jällegi sobivad rohkem ülevõtmisega. Selliste investeeringute puhul peab ettevõtte määrama riskid, mis kaasnevad ülevõtmisega, kui liit on näinud mõistlikumana, ja vastupidi.

Selline ülesanne võib olla vaevarikas. Kui ettevõtet vaevab ebakindlus ja kui selle lähemad konkurendid on valinud liitude tee, leiavad paljud juhid, et jäljendamine on palju veetlevam, kui lõhkuda tööstusharu senine tava ja proovida kapitalimahukat, vähem tagasipööratavat investeeringut, nagu selleks on ülevõtmine.



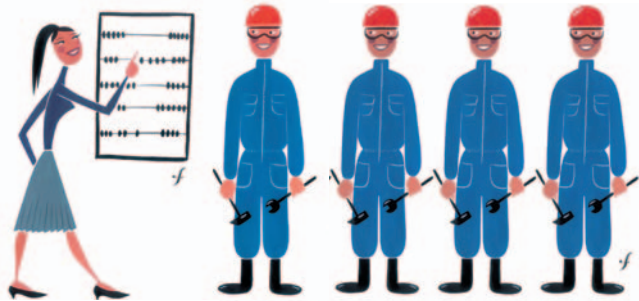


# Tulevikuväärtustest juba täna

Juhtimisest aktsionärile loodava väärtuse kasvu nimel, mittemateriaalsetest varadest, tulevikuväärtusest ja investeerimisotsustest kirjutavad **John J. Ballow**, **Roland Burgman** ja **Michael J. Molnar**.

**Kui kõne** alla tuleb aktsionärile loodava väärtuse suurendamine – mis väidetavalt on üks kõige olulisem probleem, millega hästi toimivad firmad silmitsi seisavad – tuleb juhtimisega tegeleval meeskonnal hoolega läbi mõelda mitmed olulised küsimused. Kuna paljude ettevõtete turuväärtuse vägagi tähtsaks elemendiks on kasv tulevikus, siis võib selle kasvu juhtimine osutada küllaltki ebamääraseks ülesandeks.

Teiseks probleemiks on väärtuse kasvu tagamiseks vägagi oluliste tegurite – mittemateriaalsete varade – juhtimine. Praegu kasutatavad raamatupidamissüsteemid ei võimalda neid määratleda ega analüüsida. Paljud firmajuhid ei pea mittemateriaalseid varasid oluliseks, sest puuduvad vastavad arvulised näitajad. Seetõttu suunatakse põhitähelepanu materiaalsele varadele. Samuti võivad juhid käsitleda mitte-



materiaalseid varasid samade põhimõtete alusel nagu materiaalseid varasid, sest neil ei ole käepärast mittemateriaalsete varade spetsiifiliste omaduste detailseid analüüse. Lisaks eelmainitule tekivad probleemid ka siis, kui tuleb otsustada, kuhu ressursse investeerida, sest praegu kasutatavad meetodid ei suuda välja tuua usaldusväärset seost investeeringute ja aktsionäri loodava väärtuse vahel. Järgneva arutelu eesmärgiks ongi heita valgust kõikidele nendele probleemidele.

### Tulevikuväärtus: oluline, kuid raskesti mõistetav

Ettevõtte aktsia kurss on see näitaja, mille järgi saab otsustada, kuidas turg hindab nii ettevõtte jooksvat tegevust kui ka selle tuleviku kasvu väljavaateid. Firmajuhid suudavad tavaliselt vägagi täpselt mõista, mis on turul nende jooksva tegevuse hinnangute aluseks, samas aga puuduvad neil meetodid, mis aitaksid neil otsustada, millistel alustel turg nende kasvupotentsiaali hindab. Tänu sellele ebakõlale võib juhtkond jätta oma igapäevases tegevuses kahe silma vahele kõige olulisema komponendi, mille alusel ettevõtet hinnatakse. Sama loogika kehtib põhimõtteliselt ka siis, kui ettevõtte aktsiad ei ole turul vabalt kaubeldavad – ikka kujundavad turuosalised oma hinnangu ettevõtte kohta mitte ainult selle konkreetsete majandusnäitajate, vaid ka oma ootuste ja eelarvamuste põhjal.

Toome siin näiteks populaarse oksjonilehekülje eBay. 2003. aasta juunis oli firma aktsiate koguväärtus 31 miljardit dollarit, sellest umbes 2,7 miljardit dollarit võis omistada tema jooksvale tegevusele ("hetkeväärtus"). Ülejäänud 28,3 miljardit dollarit tuli aga ootustest tuleviku suhtes ("tulevikuväärtus"). Jooksev tegevus moodustas vaid 9% ettevõtte väärtusest – 91% oli seotud ootustega, et ettevõtte kasvab tulevikus. Kui nüüd sellises ettevõttes pööratakse kogu tähelepanu ainult hetkeväärtuse juhtimisele, siis vaatamata selle-

- Ettevõtte väärtus on ettevõtte kohustuste ja omakapitali turuväärtus, millest on maha arvatud vabad rahalised vahendid.
- Hetkeväärtust arvutatakse NOPLAT/WACC ja see kujutab endast jooksva tegevuse hetkeväärtust.
- Tulevikuväärtust defineeritakse kui ettevõtte väärtus miinus hetkeväärtus ning see kujutab endast väärtust, mida turg ootab, et ettevõtte võib tulevikus luua lisaks hetkeväärtusele.

le, et juhtimistegevus toimib hetkeväärtust arvestades täiuslikult, võib ülejäänud osa firma väärtusest lihtsalt vaikselt käest libiseda.

Firmajuhid tunnevad vägagi hästi oma ettevõtte hetkeväärtuse komponente, sest neid varustatakse pidevalt vastavate arvulise näitajatega. Nad saavad jälgida käivet, kulutusi ja rahavoogusid nii erinevate tootmisliinide, turgude kui ka spetsiifilistele investeeringute suhtes. Tänu sellele suudavad nad teha teadlikke otsuseid selle kohta, kuidas hetkeväärtust tõsta, kus investeeringuid suurendada ja kus kulutusi kärpida.

Samas on firmajuhtidel oma ettevõtte tulevikuväärtuse kohta hoopiski ebamäärasem arusaam. Nad ei tea, kuidas tuleviku seisukohalt käituda nende jooksvat tegevust kajastavate arvuliste näitajatega. Neil ei ole selget nägemust sellest, kuhu peaks investeerima või kus peaks kokku hoidma, et optimiseerida ettevõtte tegutsemist ja tulusid tulevikus. Nad saavad tuletada oma ettevõtte tulevikuväärtuse summa, lahutades ettevõtte turuhinnangust selle summa, mille tagab jooksev tegevus, kuid neil ei ole valemide, mis aitaksid saadud tulemi konkreetsete varade ja vahenditega piiritleda. Turg võib hetkel soosida teatud eksisteerivaid, kuid veel alfaasis olevaid tootegruppe või turgusid. Turg võib hinnata ettevõtte olulisemate mittemateriaalsete varade potentsiaali, olgu need siis hea väljaõppe saanud töötajad või klientide lojaalsus. Ja need võivad tulevikus areneda kasulikeks võimalusteks, millest hetkel veel kellelgi ülevaadet ei ole. Tegelikult on turg ju ei midagi muud kui tuhandete investorite koondarvamus ja kõikidel nendel investoritel on oma erinevad kapriisid ja eelistused. Seega võib juhtuda ka nii, et turg ei suudagi näha ettevõtte tuleviku kasvu ja tulude allikaid. Ja kuidas saavad firmajuhid efektiivselt tegutseda aktsionäri loodava väärtuse kasvu nimel, kui neil puuduvad teadmised nende põhiliste komponentide kohta, mida kasutatakse ettevõtte hindamisel?

Tulevikuväärtuse juhtimine on vägagi oluline probleem, mis mõjutab kõiki tööstusharusid, kuigi erineval määral (vt. joonis 1). Loomulikult selleks, et ettenägelikult tulevikuväärtust juhtida, peavad firmajuhid mõistma, et tuleviku seisukohalt omavad vägagi suurt tähtsust mitmed tegurid, eriti aga mittemateriaalsed väärtused. Kui seda enda jaoks ei teadvustata, võib juhtimistegevus piirduda ainult väga väikese osaga sellest, mida on vaja aktsionäri loodava väärtuse tõstmiseks.

### Mittemateriaalsed varad: väärtuse loomise põhitegurid, mida raamatupidamine ei kajasta

Üks osa nendest varadest, mida turg kõrgelt hindab, kuid mida juhtkond ei pea piisavalt oluliseks, on mittemateriaalsed varad. Praegu kasutusel olevad raamatupidamissüsteer-

mid ei käsitle mittemateriaalsed varasid piisavalt põhjalikult, suur osa neist jääb raamatupidamise tähelepanu alt välja. Ja vaatamata sellele, kas need kahe silma vahele jäetud mittemateriaalsed varad mängivad mingit rolli hetke- või ka tulevikuväärtuse loomisel, peaksid firmajuhid ometi ka nendega tegelema. Need juhid, kes oma tegevuses piirduvad ainult traditsioonilise raamatupidamise kategooriatega, riskeerivad sellega, et nende kõige olulisemad varad on halvasti juhitud.

Raamatupidamispraktika ei ole nii kiiresti arenenud kui kaasaegne majandus. Aastakümned tagasi löid ettevõtted väärtusi selliste materiaalseste varade (seadmed, hooned, jne) abil. Praegune majandus põhineb aga suurelt osalt teadmistel ning ettevõtted loovad suure osa oma väärtusest, kasutades just mittemateriaalseid varasid, nagu näiteks brändid ja oskusteave. Vaatamata sellele ei suuda kaasaegne raamatupidamispraktika nendele varadele piisavat tähelepanu pöörata.

Vaadates turu ja raamatupidamise suhet väärtuse hindamisel S&P 500 indeksisse kuuluvate ettevõtete näitel, on selgesti näha nihe traditsioonilise raamatupidamise poolt arvestatud varade tähtsuse languses. Turu ja raamatupidamise suhe annab vägagi selge ülevaate sellest, kui tihedalt on traditsioonilised arvestuslikud varad, mis on bilanssi kantud, seotud ettevõtte turuväärtusega. 2000. aasta märtsis oli see suhe kõige drastilisem, traditsioonilised arvestuslikud varad moodustasid ainult 15% ettevõtete turuväärtusest (vt. joonis 2). Vaatamata järgnevale turukrahhile, moodustavad traditsioonilised arvestuslikud vahendid ikkagi ainult 25% turuväärtusest. Turuväärtuse see osa, mille taga on traditsioonilised varad, on selgelt langenud.

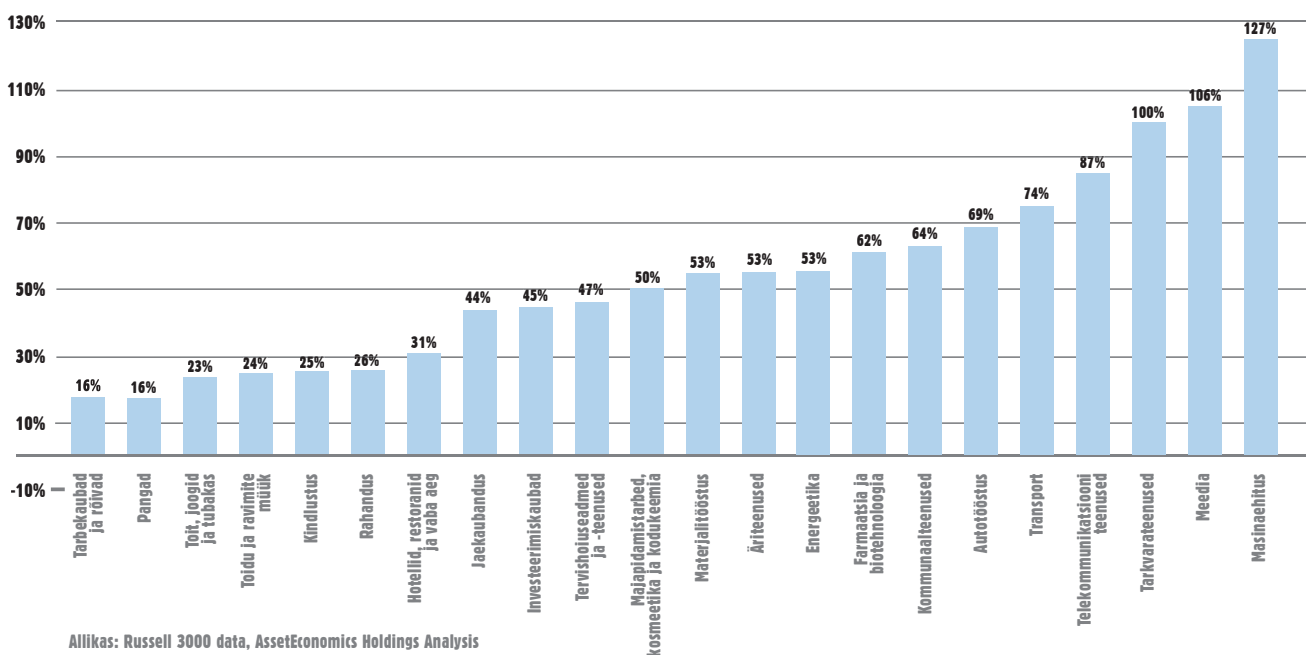
Kui turuväärtus on palju suurem, kui ettevõtte arvestuslik väärtus, siis mis moodustab selle ülejäänud osa? Mõningad teadlased rõhutavad, et selle vahe katavad mittemateriaalsed väärtused, nagu näiteks brändid. Kas see päris täpselt tööle vastab või mitte, ei olegi oluline, selge on aga see, et väärtuse loomisel muutuvad ettevõtted üha vähem sõltuvaks füüsilistest varadest.

Et sellises olukorras tegutseda, peavad firmajuhid varasid käsitlema uut moodi. Neil tuleb mõista, et lisaks traditsioonilistele arvestuslikele varadele, nagu näiteks sularaha ja seadmed, on ettevõttel ka intellektuaalsed varad, nagu näiteks olulised suhted, intellektuaalne omand ja hea väljaõppe saanud töölised. Tegelikult võiks jagada varad viide olulisse rühma: rahalised varad, füüsilised varad, suhtel põhinevad varad, organisatsioonilised varad ja inimressursid.

Siit edasi liikudes võib nendesse viide erinevasse tüüpi kuuluvad varad jagada omakorda kas materiaalseteks või mittemateriaalseteks. Kui me vaatleme rahalisi varasid, siis näiteks sularaha on materiaalne vara, krediidireiting aga mittemateriaalne. Suhtel põhinevatest varadest on näiteks kliendilepingud materiaalsed, aga klientide lojaalsus kuulub mittemateriaalseste varade hulka. Järgnev tabel peakski looma mõistetava pildi varade maailmast (vt. joonis 3).

Selline raamistik võimaldab juhtkonnal oma varasid paremini mõista ja annab neile ühise keele omavahel suhtlemisel. Juhtide jaoks võib olla üsnagi õpetlik oma varad sellesse tabelisse paigutada ja vaadata, kui väike hulk neist kuulub traditsiooniliste arvestuslike varade hulka (materiaalsed traditsioonilised arvestuslikud varad). Kuna paljude ettevõtete

**Joonis 1. Tulevikuväärtus protsentides ettevõtte väärtusest, Russell 3000, mai 2003**



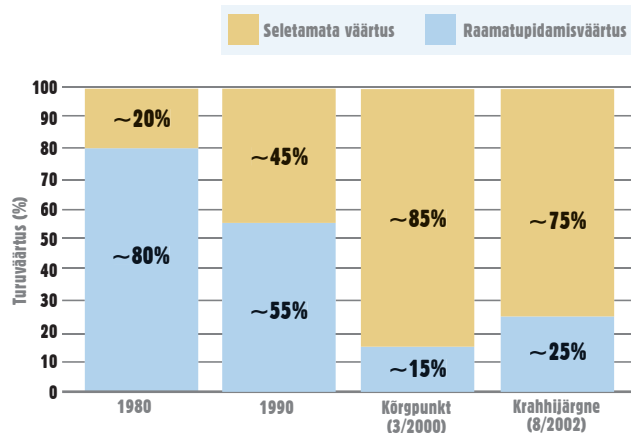
kõige olulisemad varad ei ole traditsiooniliste raamatupidamissüsteemidega jälgitavad, siis kerkib kindlasti küsimus, kas juhid pööravad neile ikka piisavalt tähelepanu. Siit tuleneb ka järgmine samm: mõelda selle üle, kuidas informatsioonisüsteemides neid varasid kajastada, et juhtkonda regulaarselt vajaliku informatsiooniga varustada.

### Investeeringuotsused: otsustavad valikud, aga puuduvad efektiivsed meetodid

Selleks, et juhtida ettevõtte tulevikuväärtust, peavad juhid piisavalt hästi mõistma tulevikuväärtuse osasid ja ettevõtte strateegia formuleerimisel peavad nad arvestama kõikide oma varadega – nii materiaalse kui ka mittemateriaalse, traditsioonilise kui ka intellektuaalsega. Samuti peavad nad suutma hinnata seda, kuidas investeeringud erinevatesse varadesse seostuvad aktsionäri loodava väärtusega. Oma ressursside suunamisel tuleb silmas pidada erinevate varade erinevaid omadusi. Kahjuks praegu kasutusel olevad meetodid ei vasta sellistele keerulistele nõuetele, eriti mis puudutab intellektuaalse kapitali varasid, seega peavad juhid tegema need vägagi olulised otsused ilma piisava analüüsita.

Samuti peavad firmajuhid aru saama sellest, kuidas varade tüübid üksteisest erinevad. Toome siin näiteks sellise varade tüübi, nagu hästi väljaõpetatud töölised. Sageli kulutavad ettevõtted miljoneid dollareid oma töötajate väljaõpetamiseks, et arendada neis oskusi, mis eristavad neid konkurentidest ja annavad firmale konkurentsieelise. Ometi ei ole ettevõttel võimalik omada inimesi samamoodi nagu seadmeid. Seadmetesse võib investeerida miljoneid dollareid ja need jäävad firma omandusse. Inimesed aga võivad lahkuda

### Joonis 2. Raamatupidamisväärtuse osatähtsuse vähenemine, S&P 500, 1980-2002



**Allikad**

Lev, Baruch. "Intangibles, Measurement and Reporting". Brookings Institution Press, 2001  
 Lev, Baruch. "Remarks on the Measurement, Valuation and Reporting of Intangible Assets". Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York), september 2003  
 Accenture Analysis

ja kui nad lähevad tööle konkureerivasse ettevõttesse, siis võidab ikkagi konkurent, kes näiteks oma kaasaegsetesse seadmetesse investeerides loob paremaid töötingimused. Seega, mõningaid, aga mitte kõiki varasid võib omada sõltumata neisse suunatud investeeringute tasemest (vt. joonis 4).

Kui traditsioonilised rahalised ja füüsilised varad tavaliselt kasutamise käigus vähenevad, siis enamus intellektuaal-

### Joonis 3. Varade klassifikatsioon

#### Vara liigid

Vara eripära	Traditsioonilised raamatupidamislikud varad		Intellektuaalsed varad		
	Rahalised	Füüsilised	Suhetel põhinevad	Organisatsioonilised	Inimressursid
	<b>Materiaalsed</b>	sularaha, investeeringud, debitoorne võlgnevus/deebitorid, kreditoorne võlgnevus/kreeditorid	maaomand, tehas, seadmed, inventar, valmiskaubad, varuosad/tooraine	kliendilepingud, alliansid ühissetevõtted, tarnelepingud	süsteemid, protsessid, oskusteave, patendid, kaubamärgid
<b>Mittemateriaalsed</b>	krediidireitingud, krediitliinid, laenuvõime, deebitorite kvaliteet, arvestuslikud reservid	tootmise paindlikkus, tehase kaasaegsus, tehast ümbritsevad infrastruktuurid, varade likviidsus, bilansi tugevus, lao kvaliteet	klientide lojaalsus, tarnelepingute kvaliteet, õigus, huvigruppide toetuse tugevus, suhtevõrgustikud, suhted turureguleerijatega	organisatsiooni struktuur, organisatsiooni maine, brändi staatus, teadus- ja arendustegevuse produktiivsus, juhtimise kvaliteet	tippjuhtide kvaliteet, tippjuhtide kogemus, võime tegutseda strateegiliselt, juhtkonna võimekus, probleemide lahendamisevõime, töötajate lojaalsus, töötajate maine, tööjõu kohandatavus, töötajate pühendumine

Allikas: AssetEconomics Holdings  
 Märkus: iga lahtri sisu ei hõlma kõiki võimalusi, toodud on vaid mõned näited

Jälgitav traditsiooniliste raamatupidamissüsteemidega  
Ei ole traditsiooniliste raamatupidamissüsteemidega jälgitav

se kapitali varasid mitte. Näiteks omandiõiguste kasutamine üldiselt ei peaks vähendama nende õiguste kättesaadavust tulevikus. Tegelikult, olenevalt konkreetse vara tüübist, võib vara väärtus tõusta, langeda või jääda samaks, sõltumata selle kasutamisest. Näiteks suhtel põhinevad varad toovad kasutamise kaasa nende varade suurenemise – kasutades ühe inimese suhteid, võib nendele rajada uusi sidemeid.

Samuti on erinevad varade tüüpide poolt loodavad majanduslikud tulud. Rahalised ja füüsilised varad ning inimressursid suudavad sageli korraga käsitleda ainult ühte ülesannet. Näiteks kõnekeskuse töötajad saavad korraga tegeleda ainult ühe kõnega. Et tegeleda suurema arvu kõnedega, tuleb tööle võtta uusi inimesi. Kui kõik muu jääb muutumatuks, siis lisatöötajate tootlikkus kannatab, sest telefoniliinide arv on piiratud. Tulemuseks on vähenev tulusus.

Teiselt poolt aga võivad organisatsioonilised ja suhtel põhinevad varad sageli käsitleda korraga mitmeid ülesandeid ja nende väärtus mahu kasvades ka kasvab. Näiteks jaekaubandusega tegelev veebilehekülg võib tegelda rohkem kui ühe kliendiga korraga. Seega, mida rohkem kliente, seda odavam on iga kliendi teenindamine, mille tulemuseks on tulususe suurenemine. Mõne suhtel põhinevate ja organisatsioonilise vara puhul võib rääkida isegi võrgustiku ökonoomikast. Võrgustiku vara väärtus suureneb, kui suureneb nende arv, kes võrgustikku kuuluvad. Klassikaliseks näiteks võiks tuua telefoni, mis kuulub ju tegelikult füüsiliste varade hulka. Kui ainult üks inimene omab telefoni, siis ei ole selle suurt väärtust. Kui juba mitusada inimest omavad telefoni, siis on see hoopis väärtuslikum. Kui aga telefonile on juurdepääs miljonitel inimestel, siis muutub see uskumatult väärtuslikuks. Selline tarkvara nagu Microsofti operatsioonisüsteem (organisatsiooniline vara) ja eBay ostjate ja müüjate võrgustik (suhtel põhinev vara) on head näited võrgustiku ökonoomikast kaasaegses majanduses. Kui teatud mastaapsus on saavutatud, võib võrgustiku ökonoomika toota tohutu suurt kasumit.

Ometi on efektiivsete investeerimisotsuste tegemisel nende erinevate tunnusoonte mõistmine alles esimene samm. Asi muutub keerulisemaks, kui juhtkond hakkab kaaluma neid

arvukaid võimalusi, kuidas oma varasid väärtuse loomiseks ära kasutada, eriti mis puudutab intellektuaalse kapitali varasid. Toome siin näiteks ühe hüpoteetilise professionaalseid teenuseid osutava ettevõtte, kelle võtmevaraks on tööjõu kompetentsus. Meie näites on selleks üks kompetentne töötaja. Sellel ettevõttel on mitmed erinevad võimalused, kuidas seda resurssi ära kasutada.

Näiteks võib see inimene:

- (1) müüa inimtöötunde (inimressurssi kasutatakse rahaliste varade loomiseks);
- (2) valmistada mingi uue toote (inimressurssi kasutatakse füüsiliste varade loomiseks);
- (3) leida uue kliendi (inimressurssi kasutatakse suhtel põhinevate varade loomiseks);
- (4) välja töötada uue protsessi (inimressurssi kasutatakse organisatsiooniliste varade loomiseks) ja
- (5) välja koolitada teise inimese (inimressurssi kasutatakse teise inimressursi loomiseks).

Ülaltoodud arvestades ei ole sugugi kerge otsustada, milline oleks kõige efektiivsem investeering sellesse inimressurssi. Näiteks võtame valikud 1 ja 4 (vt. joonis 5). Mõlemad kasutavad kompetentset töötajat, et toota firmale sularaha (rahaline vara). Valides neljanda võimaluse, võib luua uue protsessi, mis sõltub suuresti mastaapsusest ja mille omanikuks oleks ettevõtte. Ometi kuluks selle väljatöötamiseks hulk aega ja selle edukus ei ole sugugi kindel. Esimene valik – inimtöötundide müümine – ei sõltu mastaapsusest, kuid see avaldaks ettevõtte tegevusaruande lõppsummale olulist mõju. Mida peaks siis juhtkond tegema, et sellist inimressurssi kõige paremini ära kasutada?

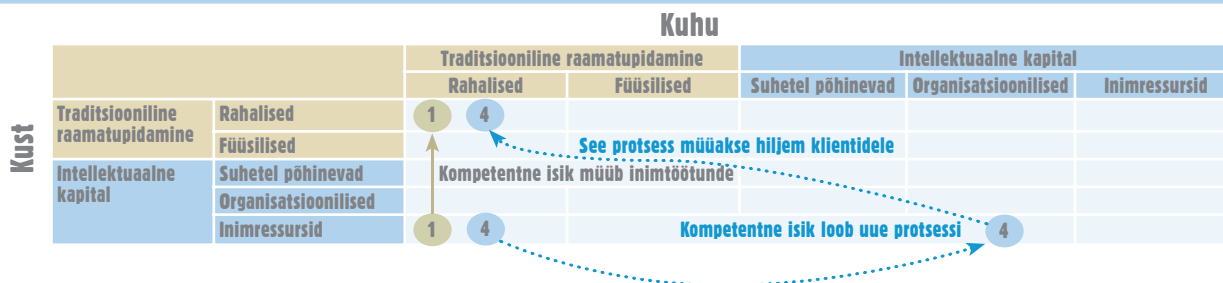
Tegelikuses on need probleemid veelgi keerulisemad. Ühelt poolt ei ole ettevõttel tavaliselt tegemist vaid ühe inimesega, vaid tuhandete töölistega, kellel kõikidel on erinevad oskused ja jõudlus. Teiselt poolt peavad juhid arvestama ka teiste varade tüüpidega, näiteks organisatsiooniliste ja suhtel põhinevate varadega. Ja lisaks kõigele muule on seos investeringute ja aktsionäri loodava väärtuse vahel üsnagi ebaselge. Järelikult on investeerimisotsuse langetamine ääretult keeruline tegevus.

#### Joonis 4. Näited erinevaid varasid iseloomustavatest omadustest

	Traditsioonilised raamatupidamislikud varad		Intellektuaalsed varad		
	Rahalised	Füüsilised	Suhtel põhinevad	Organisatsioonilised	Inimressursid
	(näiteks sularaha ja investeringud)	(näiteks kinnisvara ja seadmed)	(näiteks võtmesuhted)	(näiteks omandiõigused)	(näiteks kompetentsed töötajad)
Kas ettevõtte omab seda vara?	Jah	Jah	Ei	Jah	Ei
Kas kasutamine vähendab vara väärtust?	Jah	Jah	Ei	Ei	Ei
Mis tüüpi on tulusus mahu kasvades?	Vähenev	Vähenev	Suurenev	Suurenev	Vähenev
Kas võrgustiku ökonoomika on kohaldatav?	Ei	Võimalik	Võimalik	Võimalik	Ei

Allikas: AssetEconomics Holdings

## Joonis 5. Kaks näidet inimressursside kasutamisest



Tavaliselt toetuvad juhid selliste otsuste tegemisel klassikaliselt finantsanalüüsile. Ja ikkagi seisab nende ees terve rida takistusi:

- raamatupidamissüsteemid ei hõlma suurt osa intellektuaalsetest varadest;
- tüüpiline analüüs ei käsitle aja mõju otsustele;
- suurenevat tulusust ja võrgustiku ökonomikat on raske ette näha;
- statistiliselt ei ole võimalik kindlaks määrata seda arvulist näitajat, kuidas varad uusi varasid loovad;
- väga keeruline on ette näha tagasisidet, kuidas ühe vara mõjutamine võib mõjutada ettevõtte teisi varasid;
- seosed aktsionäri loodava väärtusega on väga nõrgad.

Kõik see tekitabki õnnetu olukorra, kus juhtkond peab võtma vastu keerulise otsuse, kuid tal puuduvad selleks sobivad meetodid. Ja ilma sobiva metoodikata võib juhtuda nii mõndagi. Kui juhtkonnas on domineeriv isiksus, siis sageli on just tema see, kes vastavalt oma sisetundele otsuse langetab. Vastasel juhul tehakse otsus pärast rohkeid vaidlusi ja lobitööd juhtkonna liikmete vahel. Kummalgi juhul ei ole faktid otsuse tegemisel kuigi määravad.

### Kokkuvõte ja järeldused

Kuigi isegi üks sedalaadi probleem on piisavalt heidutat, tuleb paraku reaalses elus nendega tegelda komplekselt. On selge, et ettevõtted ei saa neid lihtsalt ignoreerida ja toetuda väitele, et mittemateriaalseid varasid ei ole võimalik juhtida, kuna raamatupidamispraktika neid ei kajasta või et tulevikuväärtus on midagi, mis ei mõjuta praegust aktsionäri loodavat väärtust. Kuna suurema osa sellest väärtusest moodustavad aktsionäri ootused selle kohta, mida ettevõtte teeb aastate pärast, siis tegelikult ongi tulevik praegu ja kuna ettevõtte varad ei moodustu ainult füüsilisest tehastest ja seadmetest, vaid sinna kuuluvad ka investeeringud inimestesse, kellel on iga päeva lõpus vabad käed konkureerivas ettevõttesse minema jalutada ja mitte kunagi tagasi tulla, siis tuleb mõista ka seda, kuidas mittemateriaalsed varad erinevad materiaalsetest. Selle kirjutise eesmärgiks oligi

välja tuua kõige olulisemad ideed selleks, et firmajuhid hakkaksid mõtlema uut moodi lähenemisele aktsionäri loodava väärtuse juhtimisel.

Esiteks töötasime me läbi hetkeväärtuse ja tulevikuväärtuse kalkulasioonid ja näitasime, kuidas need mõjutavad üldist aktsionäri loodavat väärtust. Kui me vaatleme konkreetse ettevõtte osakuhinna komponente ja võrdleme neid teiste sarnaste ettevõtetega, siis saame me ülevaate selle probleemi tähtsusest ja iseloomust. Suur tulevikuväärtus näitab, et turg on ettevõttele pannud suured ootused ja kui turg peaks ettevõttesse usu kaotama, siis eelkõige tähendab see aktsionäri loodava väärtuse langust tulevikus. Madal tulevikuväärtus võrreldes sarnaste firmadega viitab sellele, et turg ei oota sellelt ettevõttelt nii suurt kasvu kui teiselt. Mõlemad stsenaariumid nõuavad juhtkonnalt vastuseid väga olulistele küsimustele, kuidas edasi tegutseda, et turuhinnangut tõsta. Ja kui ettevõttel on olemas meetodid tulevikuväärtuse spetsiifiliste komponentide mõistmiseks, siis on tehtud oluline samm selles suunas, et juhtkond on võimeline ettevõtte aktsiahinna kõiki aspekte ettenägelikult juhtima.

Teiseks selgitasime me, kuidas kõige olulisemad väärtuse loomise tegurid - mittemateriaalsed väärtused - raamatupidamise tähelepanu alt välja jäävad ja arutlesime ka mõistetava varade klassifikatsiooni üle. Kui me hindame konkreetse ettevõtte varasid eelpool toodud klassifikatsiooni raames, saame me selguse sellest, mida ettevõtte hetkel omab ja mida ta võiks vajada. Lisaks pakub see klassifikatsioon juhtkonnale ka suhtlemistasandil ühise keele, et vältida ebaselgusi ja suunata põhitähelepanu sinna, kus seda kõige rohkem vaja on. Siit aga tuleb edasi liikuda ja töötada selle nimel, et juhtkond saaks regulaarselt kvaliteetset informatsiooni nende oluliste, kuid sageli kahe silma vahele jäänud varade kohta.

Kolmandaks arutlesime me selle üle, miks firmajuhid ei suuda näha seost erinevate investeerimisotsuste ja aktsionäri loodava väärtuse vahel. Juhtkonnal on vaja meetodeid, mis aitaksid seda keerukat küsimust lahendada ja mis selgelt näitaksid seost varade kasutamise ja aktsionäri loodava väärtuse vahel. Ainult sellisel juhul on juhid võimelised tegema efektiivseid investeerimisotsuseid, mis põhinevad faktidel, mitte nende sisetundel.



# Aktsiatehingud

Kõik summad on märgitud miljonites kroonides. Majandusnäitajad põhinevad 2003. aasta andmetel, kui ei ole märgitud teisiti.

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid	Taust
Ostuobjekt:	<b>Balti Realiseerimiskeskus OÜ</b>				<p>AS Silberauto ja OÜ Baltic Business Associates omandasid AS Hansa Capitalilt osalused Baltimaade suurimas kasutatud sõidukite müügiettevõttes Balti Realiseerimiskeskuses (BRC). Hansapank otsustas müüa Balti Realiseerimiskeskuse kui mittestrateegilises valdkonnas tegutseva ettevõtte 2003. aasta sügisel.</p> <p>Edasises tegevuses plaanisid uued osanikud keskenduda kliendikesksusele, laiendatud teenuste ringile ja Baltimaade sünergiale. Firma jätkab koostööd liisingufirmadega tagastatud sõidukite müümisel. Samuti on kavas laiendada koostööd teiste automüügiettevõtetega kõigis Balti riikides.</p> <p>Eelmisel aastal müüs Balti Realiseerimiskeskus oma autokeskustes Tallinnas, Riias, Vilniuses ja Klaipedas kokku ligi 4000 autot. Praegu on kolme Balti riigi autokeskustes müügil 1460 sõidukit.</p>
Tegevusala:	<b>autode, tehnika ja kinnisvara müük</b>				
Tehingu aeg:	<b>aprill</b>				
Pakkuja:	<b>Silberauto, Baltic Business Associates</b>				
<b>S: 25,48</b>	<b>E: -0,84</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: 43,42</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>76,4% A/S Lauma</b>				<p>Eestlastele kuuluv investeerimisfirma Alta Capital omandas enamuse Läti naistepesutootja Lauma aktsiatest lootusega suuredendada sealse pesu turuosa lähiregioonis ja Eestis. Läti majanduslehe Dianas Bizness andmetel omandas Alta Capital 76,4 protsenti Lauma aktsiatest rohkem kui 300 miljoni krooni eest.</p> <p>Indrek Rahumaale, Andres Rätsepale, Toomas Leisile ja Londoni varahaldurile John Bonfieldile kuuluva Alta Capitali senine suurim investering oli rõivatootja Klementi. Klementi juhi Toomas Leisi sõnul võiks tõenäoliselt tulla tulevikus kõne alla koostöö Lauma ja Klementi müügi võrkude osas.</p>
Tegevusala:	<b>naistepesutootja</b>				
Tehingu aeg:	<b>mai</b>				
Pakkuja:	<b>Alta Capital</b>				
<b>S: 471</b>	<b>E: 59</b>	<b>P: 300</b>	<b>B: EA</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>100% AS Levi Kabel, Tallinna Kaabeltelevisiooni AS ja AS Telsel Communications Group</b>				<p>Tele2 OÜ müüs kolm 100%-liselt enda omanduses olevat kaabeltelevisiooni ettevõtet kaabelteleviisifirmale Starman. Tele2 otsustas ettevõtted müüa, sest kaabeltelevisioon ei ole firma jaoks prioriteetne ärisuund. Analüüs näitas, et iseseisvalt edasi arendades ei jõua see sama heade tulemusteni, kui müües selle turu liidriks.</p> <p>Starman pakub oma kaabellevis võrgu baasil kaabel-tv, interneti ja tavatelefoniteenuseid ning on tänaseks kasvanud Eesti suurimaks selle valdkonna ettevõtteks.</p> <p>Starmani konkurent STV hindab tehingu võimalikuks hinnaks suurusjärku 70-100 miljonit krooni.</p>
Tegevusala:	<b>kaabeltelevisioon</b>				
Tehingu aeg:	<b>mai</b>				
Pakkuja:	<b>AS Starman</b>				
<b>S: —</b>	<b>E: —</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: —</b>	<b>EBITDA: —</b>	

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid	Taust
Ostuobjekt:	<b>100% Eesti Maksekeskuse AS</b>				<p>Suomen Posti Oyj omandas Rootsi postiettevõtte Posten Sverige AB tütarettevõttele Swedgiro AB kuulunud Eesti, Läti ja Leedu juhtiva elektroonse dokumendimenetluse ja massväljatrüügi tegelevad ettevõtted. Tehing toetab Suomen Posti strateegiat pakkuda Läänemere-äärsetes riikides elektroonset andmehaldust, arveldust ja dokumentide massväljatrüüki teenuseid.</p> <p>Suomen Posti Oy omandas Eestis ettevõtte Eesti Maksekeskuse AS, Lätis ettevõtte AS Nacionalais Maksajumu Centrs ja Leedus ettevõtte Nacionalinis Atsikaitymo Centras UAB. Ostutehingu järel saab Suomen Posti juurde lisakäivet 11 miljonit eurot.</p> <p>Eestis omab Suomen Posti Oyj 49% ASis Eesti Elektronpost, mis jääb Suomen Posti sidusettevõtteks ka peale jõustunud ostutehingut.</p> <p>Suomen Posti Oyj annab tööd 1300 inimesele ning tegutseb kaheksas riigis: Soomes, Rootsis, Norras, Taanis, Saksamaal, Eestis, Lätis, Leedus. Soomes töötab äriüksuse all kaks ettevõtet: Atkos ja Elma.</p>
Tegevusala:	<b>infotöötlus</b>				
Tehingu aeg:	<b>mai</b>				
Pakkuja:	<b>Suomen Posti Oyj</b>				
<b>S: 79,11</b>	<b>E: 3,59</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: 21,76</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>45% Galvex Estonia OÜ</b>				<p>Terasetinkimisettevõtte OÜ Galvex Estonia senine 45%-line osanik Daniel Bain suurendas oma osalust 90%ni. Aktsiad loovutas teine suurosanik Barry Bernstein, kelle osalus oli müügis olnud terve aasta. Bain ütles, et talle kuulub 90% firma aktsiatest ja 100% hääleõigusest. Aktsiate ostmisel kasutas ta eelisostuõigust. Kolmas Galvexi osanik on Zurich Finance.</p> <p>Bain polnud ainus, kellele Bernstein oma osalust pakkus. Ent teised pakkujad loobusid, mille põhjuseks võivad olla neile saadetud anonüümkirjad, mis sisaldasid Galvexit mustavat infot.</p> <p>Galvex on 3,8 miljardi krooniga seni suurim välisinvesteering Eestis. Kaks aastat tagasi andis ettevõtte omanik politseise endise juhtkonna, kelle hoole alt oli kadunud mitmekümne miljoni krooni eest metalli. Möödunud aasta sügisest alates töötab ettevõtte uue, peamiselt välismaalastest koosneva juhtkonna alluvuses.</p>
Tegevusala:	<b>metallitööstus</b>				
Tehingu aeg:	<b>mai</b>				
Pakkuja:	<b>Daniel Bain</b>				
<b>S: 1,29 (2002)</b>	<b>E: 223,65 (2002)</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: 234,36 (2002)</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>23% AS Teede REV-2</b>				<p>Ostes eelmise aasta novembris investeerimisfirmadelt BIF I ja BIF II aktsiad, omas Alta Capital kuni kevadeni suurimat osa ehk 28 protsenti teedeehitusfirma Teede REV-2 väärtpaperitest. Läti pesutootjasse Lauma investeringute tegemiseks oli ettevõtte sunnitud aga osa aktsiatest maha müüma.</p> <p>Hansapank vahendas mai lõpus ja juuni alguses 310 000 Alta Capitalile kuulunud Teede REV-2 aktsiat mitmesuguste investoritele hinnaga 190 krooni tükk. 25 000 aktsiat jättis pank oma investeerimisfondidesse, enamiku Balti Kasvufondi portfelli. Ostjateks olid Hansapank Marketsi teatel nii Eesti kui ka välismaised investorid.</p>
Tegevusala:	<b>teedeehitus</b>				
Tehingu aeg:	<b>mai-juuni</b>				
Pakkuja:	<b>pankade pensionifondid</b>				
<b>S: 565</b>	<b>E: 25</b>	<b>P: 58,9</b>	<b>B: 112,3</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>34,09% Rocca al Mare Tivoli AS</b>				<p>Tallinna linnavalitsus korraldas Rocca al Mare Tivoli Asi 7500 aktsiatele enampakkumise, mille võitis ainsana pakkunud AS Ühendatud Kapital. Aktsiate müügisummaks kujunes 7,5 miljonit krooni, mis oli vaid kümme krooni kõrgem kui alghind. AS Ühendatud Kapital omas ettevõttes juba varem 34,98 protsenti suurus osalust. Pärast linna aktsiate ostmist kasvas firma osalus 69,07 protsendini.</p> <p>Aktsiaseltsi tegevusaastad on lõppenud enamikus kahjumiga, aktsiaseltsi omakapital on väiksem kui aktsiakapital.</p> <p>Rocca al Mare Tivoli Asi asutamisleping kirjutati alla 1995. aastal. Ettevõtte aktsiakapital oli asutamisel 22 miljonit krooni, millest linna sissemakse suurus oli 7,5 miljonit krooni.</p>
Tegevusala:	<b>meelelahutus</b>				
Tehingu aeg:	<b>juuni</b>				
Pakkuja:	<b>Ühendatud Kapital</b>				
<b>S: 5,76</b>	<b>E: 4,7</b>	<b>P: 7,5</b>	<b>B: 18,9</b>	<b>EBITDA: EA</b>	

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

Ostuobjekt: **45% AS Salva Kindlustus**  
 Tegevusala: **kindlustus**  
 Tehingu aeg: **juuni**  
 Pakkuja: **Amber Trust**

Investeeringufond Amber Trust omandas Eesti suuruselt neljandas kindlustusseltsis Salva Kindlustus 45 protsendi suuruse osaluse, lootusega suurendada ettevõtte turuosa. Ülejäänud 55% osalus jaguneb Salva Kindlustuse ASis juhatuse esimehe Tiit Pahapilli, Triin Teramäe ja Peep Küti vahel.

50 miljoni eurose mahuga investeeringufond Amber Trust kuulub investeeringufondidele Danske Capital Finland Ltd ja Firebird Management LLC. Amber ostis osaluse Läti firmalt SIA Approšinašana.

Danske Capital Finland ja Firebirdi fondid on Balti riikides tegutsenud alates 1994. aastast ning investeerinud Balti riikidesse üle 300 miljoni euro. Eestist on fondid investeerinud Tallinki, Merko Ehituse, Tallinna Kaubamaja, Harju Elektri ja Hansapanga aktsiatesse.

<b>S:</b> 60,4	<b>E:</b> 15,5	<b>P:</b> EA	<b>B:</b> 39,4	<b>EBITDA:</b> EA
----------------	----------------	--------------	----------------	-------------------

Ostuobjekt: **100% AS Signaal**  
 Tegevusala: **liiklusmärkide paigaldus, teekatte märgitustööde ja fooritööde korraldamine**  
 Tehingu aeg: **juuni**  
 Pakkuja: **OÜ Richtel**

Äriees Andres Peetsile kuuluva Reveko Telekommunikatsioonide ASi tütarfirma OÜ Richtel tegi ainsana pakumise Tallinna linna poolt müüki pandud ASi Signaal aktsiate ostuks. Peetsi sõnul on Signaali näol tegemist hästi majandatud ja huvitavas valdkonnas tegutseva ettevõttega. Ta kavatses Signaali edasi arendada ning võimalik on tegevuse laiendamine uute tegevusharudega.

Signaali hind on küll kõrge, kuid pingsa tegutsemise korral saab selle millalgi kasuga tagasi, ütles Peets Raepressile.

2003. aastal teenitud 4,67 miljoni krooni suurune kasum kanti dividendidena Tallinna linna eelarvesse. Eelmiste perioodide jaotamata kasumist – 17,4 miljonist kroonist – kanti dividendidena linna eelarvesse 330 653 krooni.

<b>S:</b> 29,15	<b>E:</b> 4,67	<b>P:</b> 40	<b>B:</b> EA	<b>EBITDA:</b> EA
-----------------	----------------	--------------	--------------	-------------------

Ostuobjekt: **60,6% AS Vilma**  
 Tegevusala: **pagaritooted**  
 Tehingu aeg: **juuli**  
 Pakkuja: **Kalev**

Maiustuste tootja Kalev omandas 436 857 aktsiat Viljandi pagaritööstuse Riigikogu liikmele Arnold Kimberile kuuluvast leiva- ja saiatööstusest Vilma. Tehingu esimese makse (7,5 miljonit krooni) tasus Kalev juulis, teine makse 3,75 miljonit krooni peab toimuma enne 31. detsembrit. Kalev kohustub ka 2005. aasta jooksul tegema teistele Vilma aktsionäridele, kellest igaüks omab vähem kui viis protsenti Vilma aktsiatest, samadel tingimustel väljaostupakkumise, et omandada ülejäänud osalus.

Vilma aktsiate ostmise eesmärgiks on Kalevi tegevuse laiendamine jahukondiitri sektoris vastavalt ettevõtte pikaajalisele arengustrateegiale. Möödunud aasta lõpul omandatud enamusosalus Kalev Jõhvi Tootmises (endine Järle) oli Kalevi esimeseks sammuks antud valdkonnas.

<b>S:</b> 41,1	<b>E:</b> 2,6	<b>P:</b> 11,2	<b>B:</b> 21,3	<b>EBITDA:</b> EA
----------------	---------------	----------------	----------------	-------------------

Ostuobjekt: **100% Villemi Lihakaup**  
 Tegevusala: **lihatööstus**  
 Tehingu aeg: **juuli**  
 Pakkuja: **AS Maag**

ASi Maag nõukogu esimees Roland Lepp ütles, et Villem Lihakaup, uue nimega OÜ Delimeat, osteti sisuliselt panga käest. Lepp ei nõustunud avalikustama, kui suur oli Sampo Pangaga tehtud tehing, öeldes vaid, et see jäi alla 10 miljoni krooni. Paar aastat tagasi tegevust alustanud ning ulukiliha töötlemisele ja ekspordile spetsialiseerunud Villem Lihakaup annab Arukülas tööd u 50 töötajale. Kasumis pole ettevõtte oma tegutsemisaja jooksul olnudki ning omakapitali suurus kukkus miinusesse 2003. aastal.

Pidev maksuvõlglane on Villem Lihakaup alates 2002. aasta suvest. Varem on peaausjalikult liha impordiga tegelev Maag omandanud ja saneerinud Läänemaal asuva Filee lihatööstuse ja Jõhvi piimatööstuse Hea Meier. Sel aastal plaanib Maag Tallinna lähedale Rae valda ehitada Filee lihatööstuse külmala, investeeringu suurus on 24 miljonit krooni.

<b>S:</b> 39	<b>E:</b> -1	<b>P:</b> alla 10	<b>B:</b> EA	<b>EBITDA:</b> EA
--------------	--------------	-------------------	--------------	-------------------

S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid	Taust
Ostuobjekt:	<b>67% Cassandra AS</b>				<p>OÜ Adastra Tours on ümber maailma purjetanud Lennuki ja veerevate eestlaste meeskonda kuulunud Tiit Pruuli firma, mis omandas suvel kaks kolmandikku reisibüroo Cassandra aktsiatest. Pruuli plaanib firma laiendamist nii Eestis kui ka Baltikumis.</p> <p>Cassandra senise omaniku ning juhataja Avo Meeritsa osalus on pärast tehingut 33 protsenti. Reisibüroo Cassandra juhatuse hakkab Meeritsa kõrval edaspidi kuuluma ka jahtlaeva Lennuk ümbermaailmareisi organiseerinud Tiit Riisalo.</p>
Tegevusala:	<b>turism</b>				
Tehingu aeg:	<b>juuli</b>				
Pakkuja:	<b>OÜ Adastra Tours</b>				
<b>S: 63,2</b>	<b>E: 0,189</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: EA</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>26,84% Baltic Rail Services OÜ</b>				<p>Eesti Raudtee suurosaniku Baltic Rail Services OÜ aktsionär (66%, teine osanik on Eesti riik, kellele kuulub 34% aktsiatest) Jarvis plc müüs oma osaluse teistele kaasaktsionäridele, põhjuseks ettevõtte tegevusalade ümberhindamine.</p> <p>Müügilepingu kohaselt müüs Jarvis plc oma osaluse teisele kaasaktsionäri Emerging Europe Infrastructure Fund (EIF) Rail BV-le. EIF omakorda müüb aktsiaid teistele BRSi aktsionäridele: Ganiger Invest OÜ, RailWorld Estonia LLC, Railroad Development Corporation (RRDC). Peale tehingut on võrdselt kolmandikuga aktsiatest esindatud nii rahvusvahelised raudteeoperaatorid, eestlastest investorid kui ka rahvusvahelised investeerimisfondid.</p> <p>Endise majandusministri Meelis Atoneni hinnangul tundus Jarvise lahkumine Eesti Raudtee omanikeringist erastamiseelse kokkuleppena. Samas arvas Eesti Raudteed nõustanud Väino Sarnet, et Jarvise osalusel on Eesti Raudteed kolme aastaiga korralikult saneeritud ning kallist oskusteavet ei läinud rohkem vaja.</p>
Tegevusala:	<b>transport</b>				
Tehingu aeg:	<b>juuli</b>				
Pakkuja:	<b>EEIF Rail BV</b>				
<b>S: 0 (2002)</b>	<b>E: 20,95 (2002)</b>	<b>P: 160</b>	<b>B: 818,39 (2002)</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>5% AS Uikala Prügila</b>				<p>Kohtla-Järve linnavolikogu müüs 200 Uikala Prügila aktsiat avalikul enampakkumisel alghinnaga 500 000 krooni, pakumiste käigus tõusis hind aga 1,3 miljoni kroonini.</p> <p>Enampakkumise võitjaks tunnistati OÜ Ekovir, mille aktsiad kuuluvad 100% Nikolai Ossipenko firmale N&amp;V.</p> <p>Ajalehe Põhjarannik andmetel on aktsiate enampakkumise võitnud OÜ Ekovir alles 2004. aasta kevadel registreeritud firma, mis tegeleb jäätmekäitlusega. Täpsemalt olmejäätmete veoga Jõhvis ja Kohtla-Järvel. Ekovir võitis ka linnavalitsuse välja kuulutatud konkursi linna allasutuste prügiveo korraldaja leidmiseks.</p> <p>ASi Uikala Prügila asutasid viis Ida-Virumaa omavalitsust, haldamaks ühiselt nüüdisaegset ja kõigile kehtivatele keskkonnanõuetele vastavat Uikala prügilat. 19. augustil otsustas ka Jõhvi vallavolikogu panna veerandi oma 1200 aktsia suurusest osalusest enampakkumisele.</p>
Tegevusala:	<b>jäätmekäitlus</b>				
Tehingu aeg:	<b>juuli</b>				
Pakkuja:	<b>AS Ekovir</b>				
<b>S: 5,54</b>	<b>E: 3,05</b>	<b>P: 1,3</b>	<b>B: 5,49</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>100% Pärnu ATP AS</b>				<p>Esimese, 48,61-protsendilise osaluse Pärnu ATPs ostis AS Tarbus Juhan Kolgi ja Urmas Pastiga seotud firmalt Maiben selle aasta kevadel, kõik ülejäänud aktsiad aga augusti lõpus. Veel tänavu kevadel oli Pärnu ATP enamuseosaluse (51,39%) omanik Pärnu linn. Pärast Maibeni osaluse omandamist oli Tarbusel kaasaktsionäriks Pärnu linnale kuulunud aktsiate eelisostuõigus, ent linn eelistas Tartu ettevõttele ühte riulifirmat.</p> <p>«Riulifirma müüs enda osaluse omakorda ühele järgmisele ettevõttele – õnneks lõppes kogu lugu kokkuleppega ja me saime oma eelisostuõigust kasutada,» rääkis Tarbuse juhatuse esimees Valter Keis Postimehele. Pärnu ATP majandustegevus jääb sõltumatuks Tarbuse tegevusest Tartumaal.</p>
Tegevusala:	<b>transporditeenused</b>				
Tehingu aeg:	<b>august</b>				
Pakkuja:	<b>AS Tarbus</b>				
<b>S: 55</b>	<b>E: -2</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: EA</b>	<b>EBITDA: EA</b>	

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

Ostuobjekt: **AS Magnum Medical**  
 Tegevusala: **ravimite jae- ja hulgimüük**  
 Tehingu aeg: **august 2004**  
 Pakkuja: **New European Investments Limited**

Magnum Medicali omanikfirma Solaran Trade'i enamusosaluse ostis Mani saarel tegutsev New European Investments Limitedi (NEIL).

Eelmise aasta aprillis Briti lähinaabruses paikneval maksuvabal Mani saartel registreeritud NEILi omanike, suuruse ja teiste investeringute kohta keeldus ettevõtte täpsemat infot avaldamast.

Magnum Medical kontrollib ligi 47,8 protsenti Eesti ravimite hulgimüügiturust. Firma tütarettevõtte OÜ Paimex omab 60 apteeki, mis tegutsevad Apotehka kaubamärgi all.

Asjatundjate sõnul võis firma väärtus tehingu hetkel ulatuda poole miljardi kroonini.

<b>S:</b> 1370	<b>E:</b> 31,5	<b>P:</b> EA	<b>B:</b> EA	<b>EBITDA:</b> EA
----------------	----------------	--------------	--------------	-------------------

Ostuobjekt: **alla 50% OÜ Eetriüksus**  
 Tegevusala: **telesaadete tootmine**  
 Tehingu aeg: **august 2004**  
 Pakkuja: **OÜ Eetriüksuse teised osanikud**

Investeeringuspankur Tõnis Haavel müüs "natuke alla 50protsendise" osaluse Eesti suurimas teleproduktioonifirmas Ruut teistele osanikele (Monica Vichman, Kiur Aarma, Rando Pettai, Kaupo Karelson) põhjendusega, et tal endal ei jätkunud aega asjaga tegelda. Eesti Päevalehele ütles ta ka, et sellistes firmades peaksid omanikud aktiivselt kaasa lööma, "sest see pole rantjeeäri".

Ruut tegutseb pea kõikidel audiovisuaalalustuse aladel.

Toodetakse televisioonisäateid, tehakse mängu- ja dokumentaalfilme, reklaamfilme ning pakutakse muid audiovisuaalseid teenuseid. Firmas töötab üle 30 püsitöötaja, lisaks on üle saja projektipõhise töötaja.

<b>S:</b> 22	<b>E:</b> 0,01	<b>P:</b> EA	<b>B:</b> EA	<b>EBITDA:</b> EA
--------------	----------------	--------------	--------------	-------------------

Ostuobjekt: **10% Icefire OÜ**  
 Tegevusala: **IT-valdkond**  
 Tehingu aeg: **september 2004**  
 Pakkuja: **Informacines Technologijos Group**

Leedu firma Informacines Technologijos Group (ITG) omandas kümnendiku Eesti suuretvõtetele Oracle'i tarkvaral põhinevaid infosüsteeme pakkuvast Icefire OÜst, mis laiendab tehinguga turgu.

Tehingu käigus Icefire'sse raha sisse ei tule, sest tehing toimub osaluste vahetuse kaudu. Seega omandavad Icefire osanikud osaluse ka Leedu firmas. ITG juht Kestutis Užpālis ütles BNSile, et ITG plaanib tulevikus osaluste vahetamise kaudu omandada 100 protsenti Icefirest ning firmad ühendada. Icefire põhjendas ITG partneriks valikut vajadusega laiendada tegevust Euroopa turgudele ja ettevõtete vahelise senise positiivse koostöö kogemusega. Seni on Icefire tegutsenud põhiliselt Eesti turul, klientideks näiteks Eesti Ehitus, Ühispank, Sampo Pank, Elion, EMT, Radiolinja ja Vertelson Mobiil.

ITG-l on 200 töötajat ning ettevõtte selle aasta kaheksa kuu käive oli 6,6 miljonit eurot, on 2003. aasta sama perioodiga võrreldes kasvanud 74 protsenti.

<b>S:</b> 7,86	<b>E:</b> 1,67	<b>P:</b> EA	<b>B:</b> 1,71	<b>EBITDA:</b> EA
----------------	----------------	--------------	----------------	-------------------

Ostuobjekt: **AS Vilojett**  
 Tegevusala: **Mazda esindus**  
 Tehingu aeg: **august 2004**  
 Pakkuja: **Inchape Motors Finland**

Mazda autode maaletooja Soomes ja Balti riikides Inchape Motors Finland (IMF) ja Mazda Eesti edasimüüja AS Vilojett kirjutasid juulis alla kavatsuste protokollile, mille alusel Vilojetti senised osanikud alustasid läbirääkimisi IMFiga Vilojetti Tallinnas ja Pärnus asuva autode jaemüügiäri müügiks. Pooled loodavad müügilepinguni jõuda lähiajal.

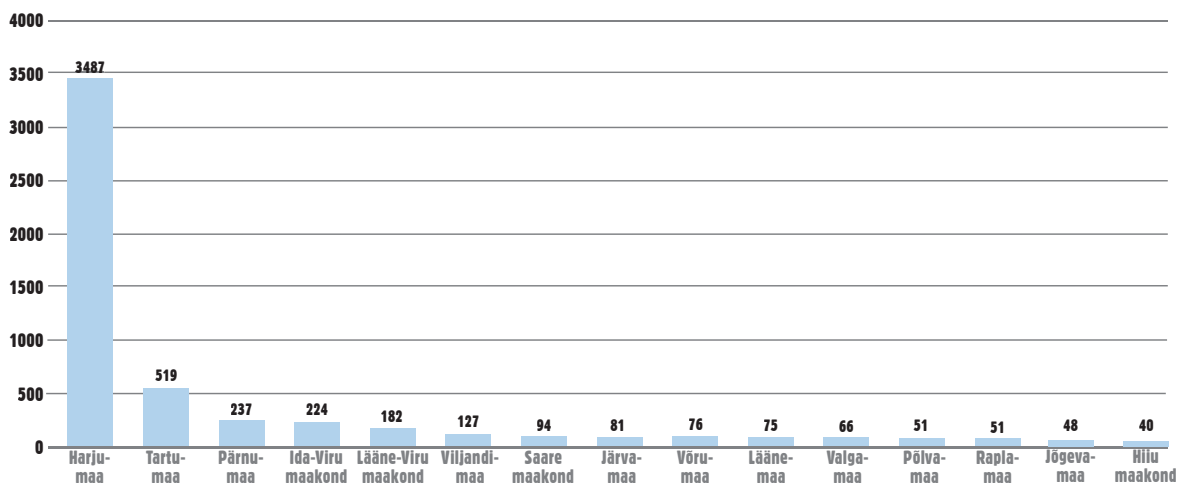
2004. aasta juuni lõpu seisuga on Mazda turuosa Eestis 8,8 protsenti, mis on selle automargi jaoks üks kõrgemaid näitajaid Euroopas. Sisenemine Eesti autode jaemüügiärisse on osa Inchape plc rahvusvahelisest arengustrateegiast.

<b>S:</b> 246,3	<b>E:</b> 6,4	<b>P:</b> EA	<b>B:</b> EA	<b>EBITDA:</b> EA
-----------------	---------------	--------------	--------------	-------------------

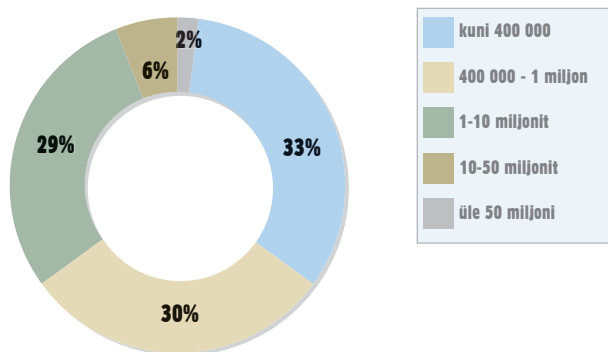
S – netokäive	E – puhaskasum	P – tehingu hind	B – omakapital	EBITDA – kasum enne amortisatsiooni ja finantskulusid	Taust
Ostuobjekt:	<b>10% Trigon Capital AS</b>				Tuntud Soome ettevõtja ja investeerimispanga Hermitage omanik Peter Fagernäs ostis Trigon Capital ASI väikeosanike osaluse. Fagernäs rääkis Äripäevale, et tema investeringud Trigonisse ja Trigoniga seotud fondidesse moodustavad kokku 2 miljonit eurot (31 mln krooni). Trigon Capitali aktsiakapitali suurus on 45 miljonit krooni. Fagernäsi tulek tähendas muudatust Trigoni omanikestruktuuris. Kolm firma töötajat müüsid väikese osaluse ära, alles jäid senised suuraktsionärid Joakim Helenius ja Timo Jouhki, Soome ühe rikkaima Jouhki suguvõsa esindaja.
Tegevusala:	<b>investeerimispangandus</b>				
Tehingu aeg:	<b>september 2004</b>				
Pakkuja:	<b>Peter Fagernäs</b>				
<b>S: 9,21 (2002)</b>	<b>E: -9,84 (2002)</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: 49,65 (2002)</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>21% AS Mistra Autex</b>				Autotööstusele vaipu ja matte tootva ASi Mistra-Autex Austria osanik DPH Beteiligungsgesellschaft m.b.H suurendas oma osalust, ostes aktsiad kahelt firma Soome kaasaktsionärit OY Odensö AB-lt ja Pertti Pourult ning sai 51% ettevõtte aktsiate omanikuks. Varem kuulus DPH Beteiligungsgesellschaft m.b.H-le umbes 30% firma aktsiastest. Kui ülemõudunud aastal oli Mistra-Autex 4,9 miljoni krooniga kahjumis, siis eelmisel aastal teenis ettevõtte 7,7 miljonit krooni kasumit. Firma turustab 95% oma toodangust väljaspool Eestit.
Tegevusala:	<b>autotööstus</b>				
Tehingu aeg:	<b>september 2004</b>				
Pakkuja: DPH	<b>Beteiligungsgesellschaft m.b.H</b>				
<b>S: 185</b>	<b>E: 7,7</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: EA</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>66% A&amp;G Textile AS</b>				Tööriideid tootva ASi A&G Textile eestlastest osanikud – Heiti Allmäe ja Olar Gofman – müüsid oma osaluse Soome juhtivale tööriivaste tootjale Image Wear Oy, kellele juba varem kuulus kolmandik aktsiastest. Sama tehinguga siirdus ka Allmäele ja Gofmanile kuuluva AS A&G Kaubanduse tööriiete müügi- ja turundusosakond tervikuna ASi A&G Textile koosseisu. Image Wear ja A&G Textile on teinud koostööd juba 15 aastat. Äsjane ettevõtte ostutehing toetab Image Weari strateegiat, mille eesmärgiks on kasv Soome ettevõtte ja laienemine rahvusvahelistele turgudele. Image Weari käive oli möödunud aastal 33 miljonit eurot (516 mln krooni).
Tegevusala:	<b>tööriiete tootmine</b>				
Tehingu aeg:	<b>september 2004</b>				
Pakkuja:	<b>Image Wear Oy</b>				
<b>S: 70</b>	<b>E: 2,5</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: 4,1</b>	<b>EBITDA: EA</b>	
Ostuobjekt:	<b>suurosalus AS Pärnu Õlu</b>				Pärnu õlletehase senine suurosanik Charlie Viikberg müüs oma osaluse Õsel Foodsi endisele osanikule soome ärimähe Carl-Erik Sundbladi firmale CES Holding AS. Viikberg ettevõtte müügihinda avaldada ei soovinud. "Numbrite poolt ma ei kommenteeri," ütles ta Äripäevale, kuid kinnitas, et võrreldes ostu- ja müügihinnaga on firma turuväärtus selgelt kasvanud. Samas langes sel aastal Pärnu Õlu turuosa õlleturul eelmise aasta esimese poolaastaga võrreldes 2,8%-lt 1,3%-le. Viikbergi sõnul on sel aastal õlleäri keeruliseks teinud hinnasõda õlleturul ja külmad suveilmad. Sundblad loodab ettevõttega võtta umbes 10% õlleturust, lisaks õllele jätkatakse ka siirupite ja karastusjookide tootmisega. Analüütikud täpset müügihinda välja pakkuma ei soostunud, see võib jääda kusa-gil 10 ja 20 miljoni krooni vahele.
Tegevusala:	<b>õlletootmine</b>				
Tehingu aeg:	<b>september 2004</b>				
Pakkuja:	<b>CES Holding AS</b>				
<b>S: 71</b>	<b>E: 0,15</b>	<b>P: EA</b>	<b>B: 17,7</b>	<b>EBITDA: EA</b>	

# Eesti väärtpaberite keskregistri statistika

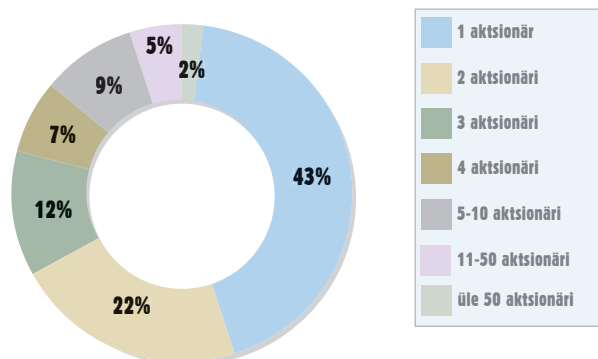
## Aktiaseltsid maakondade lõikes



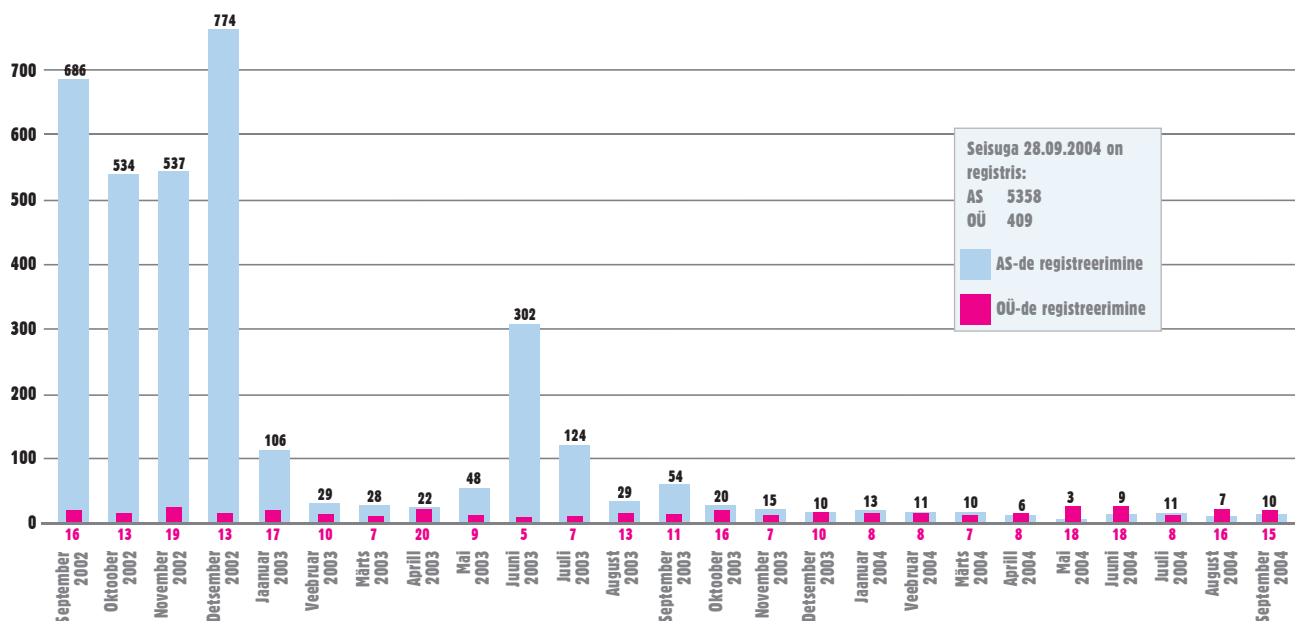
## Seltside jaotus aktsiakapitali järgi (kroonides)



## Seltside jaotus aktsionäride arvu järgi



## AS-de ja OÜ-de registreerimine september 2002 kuni september 2004 (28. september)



**Tartu mnt 2**  
**10145 Tallinn**  
**Tel: 665 0280**  
**www.baltcap.ee**  
**info@baltcap.ee**

**Tartu mnt 2**  
**10145 Tallinn**  
**Tel: 640 8800**  
**www.omxgroup.com/tallinn**  
**tallinn@omxgroup.com**

## **Baltcap**

Baltcap on Baltikumi juhtiv riskikapitaliinvestor, hallates fonde kogumahuga 1,4 miljardit krooni. Alates 1996. aastast on Baltcap investeerinud üle poole miljardi krooni. Investeeritud on 23 ettevõttesse Eestis, Lätis ja Leedus, millest 12 on müüdnud.

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 riskikapitalifirmad Sitra ja Capman ning Evli Gruppi kuuluv investeerimispank Suprema.

Investeeringud Eestis: Videoplanet (müüdnud 2004), MicroLink, Teede REV-2 (müüdnud 2003), Standard, A.Le Coq (müüdnud 2000), Vipex, Ecometal, Thom Tehnika, EMV (müüdnud 1997).

## **Tallinna Börs** **OMX Exchanges**

Tallinna Börs ja Eesti Väärtpaberikeskus on ettevõtted, mille kaudu toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Eestis. Tallinna Börs ja Eesti Väärtpaberikeskus kuuluvad rahvusvahelisse OMX gruppi.

OMX on juhtiv väärtpaberiturust ettevõte, mis koosneb kahest divisjonist: OMX Exchanges ja OMX Technology. OMX Exchanges'ile kuuluvad väärtpaberibörsid Stockholmis, Helsingis, Tallinnas, Riias ja Vilniuses ning deponitooriumid Soomes, Eestis ja Lätis ehk 80 protsenti Põhja- ja Baltimaade väärtpaberiturust. OMX Technology on kauplemistehnoloogia lahenduste pakkuja.

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