



**Väikese kapitalimahukusega monopoolsete/turgu valitsevate ettevõtete
põhjendatud tulukuse hindamine**

LÕPPARUANNE

Koostajad: Priit Sander, Jaan Masso (Tartu Ülikool)

Juuni 2017

Sisukord

Sissejuhatus	3
1. Majandusteoreetiline ülevaade käibemarginaali rakendamisest	5
1.1. Konkurentsiameti poolt kasutatav tavalähenemine monopoolsete / turgu valitsevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamisel	5
1.2. Ettevõtte varad ja väärtusloome	6
1.3. Käibemarginaalid ja investeeritud kapitali tulusus.....	16
1.4. Ärikasumi marginaali hindamise meetodikad	20
1.4.1. Statistiline lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks	20
1.4.2. Fundamentaalne lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks	23
1.4.3. Regulaatiivsel pretsedendil põhinev lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks.....	23
2. Ettevõtete kapitalimahukuse mõõtmise võimalused	27
3. Käibemarginaali suuruse arvutamise võimaluste analüüs	33
3.1. Tegevusala ja ärikasumi marginaal.....	33
3.2. Finantsvõimendus ja ärikasumi marginaal	35
3.3. Ettevõtte vanus ja ärikasumi marginaal	36
3.4. Ettevõtte suurus ja ärikasumi marginaal.....	37
3.5. Ettevõtte asukohariik ja ärikasumi marginaal	40
4. Universaalse postiteenuse mõistlik kasumi suuruse arvutamise näitlik analüüs.....	45
Kokkuvõte	52
Viidatud allikad	54
LISA 1. Ärikasumi marginaali (%) ja omakapitali kasutamise määra seos tegevusalade lõikes.....	55
LISA 2. EBIT marginaalid (%) Euroopa universaalset postiteenust pakkuvates võrdlusvalimisse kuuluvates ettevõtetes 2007-2015.	56
LISA 3. EBIT marginaalid (%) Põhjamaades ja Kesk- ja Ida-Euroopa riikides universaalset postiteenust pakkuvates võrdlusvalimisse kuuluvates ettevõtetes 2007-2015.	57
LISA 4. Ärikasumi marginaali ja ROIC kasutamine ärikasumi prognoosimisel Eesti erinevatel tegevusaladel.....	58
LISA 5. Ärikasumi marginaali ja ROIC kasutamine ärikasumi prognoosimisel Eesti erineva kapitaliintensiivsusega (hinnatuna kapitalimahukuse suhtarvu alusel) ettevõtetes.....	59
LISA 6. Ärikasumi marginaali ja ROIC kasutamine ärikasumi prognoosimisel Eesti erineva kapitaliintensiivsusega (hinnatuna reguleeritava vara suhtarvu alusel) ettevõtetes.....	60

Sissejuhatus

Eestis levinud regulatsioonipraktika kohaselt arvutatakse hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete põhjendatud tulukus kaalutud keskmise kapitali hinna (regulatiivne WACC) ning ettevõtja poolt investeeritud kapitali alusel¹. Samas on olemas ka väikese kapitalimahukusega monopole, kus investeeritud kapitali meetod ei ole sobilik, sest teenust võib osutada väga vähese põhivara baasilt või üldse ilma põhivara omamata. Üheks võimalikuks alternatiiviks põhjendatud tulukuse hindamisel on käibemarginaalide põhine lähenemine. Käesolev raport uuribki käibemarginaalide rakendamise võimalikkust ning võimalusi väikese kapitalimahukusega monopoolsete või turgu valitsevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamisel. Selleks:

1. Koostatakse majandusteoreetiline ülevaade käibemarginaali rakendamisest.

Majandusteoreetilises ülevaates selgitatakse esmalt Konkurentsiameti poolt kasutatavat tavametoodikat (vt alapeatükk 1.1), antakse ülevaade varaliikidest, mida ettevõtted kasutavad tulude teenimiseks ning vaadeldakse peamisi põhjuseid, miks põhjendatud tulukuse arvutamisel kasutatav tavametoodika ei pruugi väikese kapitalimahukusega monopoolsete või turgu valitsevate ettevõtete puhul olla rakendatav (vt alapeatükk 1.2). Seejärel selgitatakse, kuidas on omavahel seotud käibemarginaal ja investeeritud kapitali tulusus ning esitatakse erinevad käibemarginaali liigid (puhaskasumi marginaal, ärikasumi marginaal, EBIT marginaal) ja nende eelised ning puudused (vt alapeatükk 1.3). Raporti esimese osa viimases alapeatükis kirjeldatakse kolme erinevat meetodikat (statistiline lähenemine, fundamentaalne lähenemine ja regulatiivsel pretsedendil põhinev lähenemine) ärikasumi marginaali hindamiseks (vt alapeatükis 1.4).

2. Selgitatakse, milliste kriteeriumite alusel saab mõõta ettevõtte kapitalimahukust, analüüsitakse nende tugevusi ja nõrkusi ning antakse hinnang kas ja mil viisil saaks kapitalimahukuse indikaatorite alusel otsustada millist meetodit (kas investeeritud kapitalil või käibemarginaalis põhinevat) põhjendatud tulukuse hindamisel kasutada (vt alapeatükk 2).

3. Teostatakse lubatava käibemarginaali suuruse arvutamise võimaluste analüüs

Alapeatükis 3.1 analüüsitakse ärikasumi marginaalide suurust sektorite ja alamsektorite lõikes, alapeatükis 3.2 käsitletakse finantsvõimenduse seost ärikasumi marginaaliga, alapeatükis 3.3 ettevõtte vanuse seost ärikasumi marginaaliga, alapeatükis 3.4 ettevõtte suuruse seost ärikasumi marginaaliga ning alapeatükis 3.5 ettevõtte asukohariigi seost ärikasumi marginaaliga. Alapeatükkides 3.1- 3.4 teostatakse analüüs kasutades nii Eesti Statistikaameti andmebaasis esitatud sektoraalseid agregeeritud näitajaid kui ka Äriregistrist pärinevaid andmeid Eesti ettevõtete finantsnäitajate kohta. Kasutatav ettevõtete valim hõlmab kõiki Eestis tegutsevaid, vähemalt viie

¹ Edaspidi nimetatud ka kui tavametoodika.

töötajaga ettevõtteid². Vaadeldavaks ajaperioodiks on 2005-2015. Alapeatükis 3.5 tehtud analüüside tarbeks kasutatakse andmeid nii Damodarani andmebaasist³ kui ka Bureau van Dijk poolt koostatavast andmebaasist Amadeus⁴, mis raporti koostajatele kättesaadaval kujul sisaldas infot ca 21 miljoni Euroopa ettevõtte kohta.

4. Teostatakse universaalse postiteenuse põhjendatud tulukuse suuruse näitlik arvutus. Tulenevalt informatsioonilistest piirangutest kasutatakse ärikasumi marginaali baasil põhjendatud tulukuse hindamiseks üksnes statistilist lähenemist. Selleks koostatakse võrdlusvalim Euroopas universaalset postiteenust osutavatest postiettevõtetest, arvutatakse nende ettevõtete ärikasumi marginaalide mediaankeskmised aastatel 2007-2015 ning kasutades arvutatud mediaankeskmiste viie aasta libisevat keskmist hinnatakse AS Eesti Post poolt osutatava universaalse postiteenuse põhjendatud tulukust aastatel 2014-2016 ja võrreldakse seda tavametoodika alusel leituga.

Käesoleva raport on koostatud Eesti Konkurentsiameti tellimusel, vastavalt pakkumiskutses esitatud lähteülesandele.

² Töötajate arvu puudutav informatsioon oli mõnevõrra lünklik ja seetõttu ei sisaldu kasutatavas valimis kõik, vähemalt viie töötajaga, ettevõtted, vaid üksnes need, mille töötajate arv andmebaasis sisaldus. Ettevõtete arv valimis oli aastate lõikes ca 10 000 – 15 000.

³ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁴ <https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/company-information/international-products/amadeus>

1. Majandusteoreetiline ülevaade käibemarginaali rakendamisest

1.1. Konkurentsiameti poolt kasutatav tavalähenemine monopoolsete / turgu valitsevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamisel

Hinnaregulatsiooni üheks eesmärgiks on kehtestada regulatsioonile alluvale tootele või teenusele selline hind, mis võiks välja kujuneda täiusliku konkurentsi tingimustes. Täiusliku konkurentsi tingimustes pole ilma spetsiifiliste konkurentsieelisteta võimalik investeeritud kapitalilt teenida pikaajalises plaanis tulusust, mis ületaks kapitali kulukuse määra. Seega peavad ka regulatiivsed hinnad toodetele või teenustele tagama, et regulatsioonile alluva ettevõtte poolt teenitav tulukus ei ületaks keskmiselt kapitali kulukuse määra.

Eestis kehtivad eriseadused sätestavad üldjuhul, et kehtestatud regulatiivsed piirhinnad peavad:

- tagama teenust osutavale ettevõttele põhjendatud tulukuse investeeritud kapitalilt,
- katma teenuse osutamiseks vajalikud mõistlikud kulud,
- tagama investeeringud tegevus- ja arenduskohustuse täitmiseks ning jätkusuutlikuks tegevuseks.

Eestis rakendatav hinnaregulatsioon lähtub rahvusvaheliselt tunnustatud kulupõhisest lähenemisest ning määratleb investeeritud varadelt teenitava tootluse (*rate of return method*). Konkurentsiameti poolt väljatöötatud meetodikate puhul arvutatakse põhjendatud tulukus üldjuhul (va siis kui põhivara on ümberhinnatud) reguleeritava vara bilansilise maksumuse ning kaalutud keskmise kapitali kulukuse määra korrutisena:

$$(1) \quad PT = WACC \times RV,$$

kus PT põhjendatud tulukus,

RV reguleeritava vara bilansiline maksumus,

$WACC$ regulatiivne kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr.

Regulatiivne kapitali kulukuse määr arvutatakse vastavalt Konkurentsiameti vastavasisulistele juhenditele. Reguleeritav vara hõlmab reguleeritavat põhivara ning vastavalt regulatsioonidele arvutatud hinnangulist käibekapitali. Reguleeritav põhivara ei hõlma aga kõiki ettevõtte bilansis kajastatud varasid (vt tabel 1.1).

Ettevõttele kuuluda võivatest immateriaalsetest põhivaradest lülitatakse reguleeritava põhivara hulka vaid arvutitarkvara ja programmide litsentsid, tehnorajatistega seotud maade kasutusõigused (elektrienergia võrguteenust osutavates ettevõtetes), ning teistele gaasivõrguettevõtetele makstud liitumistasud (gaasivõrguettevõtetes) ja teistele vee- ja kanalisatsiooniettevõtetele makstud liitumistasud (vee- ja kanalisatsiooniettevõtetes).

Tabel 1.1. Reguleeritava põhivara hulka mittearvatav vara erinevates hinnaregulatsioonile alluvates sektorites

Vara	Vesi (p 5.6)*	Elekter (p. 7.8)*	Kaugküte (p 6.5)*	Maagaas (p 8.5)*	Post (p 5.5)*
Pikaajalised finantsinvesteeringud	X	X	X	X	X
Liitumistasude eest soetatud vara	X	X	X	X	
Tagastamatu abi raames soetatud vara	X	X	X	X	X
Vara, mida tegelikult ei kasutata teenuse osutamiseks	X	X	X	X	X
Põhitegevusega mitteseotud põhivara	X	X	X		X
Immateriaalne põhivara (v.a. regulatsioonis loetletud erandid)	X	X	X	X	X
Mittepõhjendatud investeeringuid	X		X		X
Kulusid varade väärtuste muutusest		X	X	X	

* Märkus: Vastava sektori hinnaregulatsiooni meetodika punkt, kus on loetletud reguleeritava vara hulka mittekuuluv põhivara. (Allikas: Sander *et al* 2016)

Reguleeritava vara hulka lülitatav käibekapitali suurus arvutatakse üldjuhul lähtuvalt ettevõtte müügitulust (või kolme viimase kalendriaasta keskmisest müügitulust). Tüüpiliseks käibekapitali suuruseks on 5% müügitulust, kuid vajaduse korral teostatakse käibekapitali suuruse leidmiseks täiendav analüüs.

Tüüpiline hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte vajab hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks või toote loomiseks suures mahus materiaalsel põhivara ning ülalkirjeldatud meetodika sobib igati nende ärioloogikaga. Kuid eksisteerib ka selliseid ettevõtteid, kus äritegevuse ja väärtusloome aluseks on hoopis teistsugune varade struktuur või mida iseloomustab väike kapitalimahukus.

1.2 Ettevõtte varad ja väärtusloome

Ettevõtte omandis võib olla nii selliseid varasid, mida kasutatakse äritegevuses kui ka selliseid, mida äritegevuseks ei vajata. Suur osa äritegevuseks kasutatavast varast on bilansis arvel, kuid äritegevuseks võidakse kasutada ka varasid, mida bilansis kajastatud pole. Rahandusteoreetiliselt kujuneb ettevõtte õiglase väärtus ettevõtte äritegevuse õiglase väärtuse ning ettevõttele kuuluvate, kuid äritegevuses mitteosalevate, varade õiglase väärtuse summana:

$$(2) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + V_{NON}$$

kus $FCFF_t$ ettevõtte poolt loodavad vabad rahavood perioodil t ,
 $WACC_t$ kapitali kulukuse määr perioodil t ,
 V_{NON} äritegevuses mitteosalevate varade väärtus.

Äritegevuses mitteosalevat vara (*non-operating assets*) pole ettevõttel vaja äritegevuse edukaks toimimiseks ja rahavoogude genereerimiseks ning seetõttu ei mängi see mingit rolli hinnaregulatsiooni kontekstis. Siia kuuluvad nii täielikult amortiseerunud materiaalsed põhivarad, mida äritegevuseks ei kasutata, äritegevuseks mittevajalikud varud, üleliigne raha, finantsinvesteeringud, kunstiteosed jm äritegevuseks mittevajalikud varad. Edasises analüüsis keskendutakse üksnes varadele, mis on ettevõtte äritegevuseks vajalikud.

Olemuslikult jagunevad **äritegevuses kasutatavad varad** (*operating assets*) materiaalseks varadeks, immateriaalseks varadeks ning finantsvaradeks. Äritegevuseks vajalikud finantsvarad hõlmavad enamasti äritegevuseks vajalikku rahatagavara, materiaalsed varad võivad hõlmata nii materiaalsed põhivara (nt maa, ehitised ja rajatised, masinad ja seadmed jms) kui ka käibevara (nt varud), immateriaalsed varad võivad hõlmata nii erinevas vormis intellektuaalomandit (kaubamärgid, patendid, autoriõigused) kui ka muud immateriaalsed vara (inimkapital, suhtevõrgustik, äriplane maine jne). Suur osa äriprotsessis osalevatest varades on tavaliselt bilansis kajastatud, kuid mitte kõiki varasid, mis väärtusloomes osalevad, ei saa bilansis kajastada (nt äriplane maine või inimkapital). Samas on terve rida tegevusvaldkondi, kus just sellised, bilansis mittekajastuvad, varad on olulisimaks väärtusloome allikaks (nt advokaadibürood, konsultatsiooniettevõtted jms). Alljärgnevalt vaatleme peamisi põhjuseid, miks tavalähenedamine põhjendatud tulukuse arvutamiseks (vt alapeatükk 1.1) ei pruugi väikese kapitalimahukusega monopolsete/turgu valitsevate ettevõtete puhul olla adekvaatne.

Tagatisvarade, käenduste ja garantiide vajadus

Eesti Äriseadustiku kohaselt on aktsiaseltsi minimaalseks aktsiakapitaliks 25000 eurot ning osahinguga minimaalseks osakapitaliks 2500 eurot, kusjuures osahinguid saab asutada ka ilma kohese osakapitali sissemakseta. Aktsiaseltside puhul kehtib ka kohustusliku reservkapitali nõu, mille suurus on üldjuhul 10% aktsiakapitalist. Osahingutel seevastu reservkapitali olema ei pea, v.a. juhul kui see on põhikirjas ette nähtud. Samas eksisteerib ka terve rida tegevusalasid, kus kehtivad kõrgendatud aktsia- või osakapitali ning reservkapitali nõuded. Tabelis 1.2 kajastub osa neist tegevusaladest, millel tegutsemiseks Eestis peab äriühingul olema tavapärasest kõrgem aktsia- või osakapital. Paljudel juhtudel on kõrgendatud nõuded seotud vajadusega tagada teenusepakkuja usaldus teenuse tarbijate silmis.

Tabel 1.2. Aktsiakapitali/osakapitali miinimumnõuded erinevatel tegevusaladel Eestis 2017. aastal.

Tegevusala/ettevõte	Aktsiakapitali/osakapitali minimaalne suurus	Märkused
Väärtpaberite keskregistri pidaja	730 000 €	+ reservkapital min 20% aktsiakapitalist, kuid mitte vähem kui 6 kuu tegevuskulud.
Ülikool	639 100 €	
Kõrgkool või rakenduskõrgkool	383 400 €	
Investeeringühing	50 000 – 730 000 €	sõltuvalt pakutavate teenuste loetelust

Tegevusala/ettevõte	Aktsiakapitali/osakapitali minimaalne suurus	Märkused
Börsikorraldaja	375 000€	
Kindlustusandja	1 000 000 – 3 000 000 €	sõltuvalt pakutavatest kindlustusteenustest
Fondivalitseja	125 000 €	
Kohustuslik pensionifond	1 000 000 €	
Vabatahtlik pensionifond	500 000 €	
Pank	5 000 000 €	
Loterii või õnnemängu korraldaja	1 000 000 €	+ reservkapital min 1/3 aktsia- või osakapitalist
Osavusmängu korraldaja	25 000 €	+ reservkapital min 1/3 aktsia- või osakapitalist
Hoiu-laenuühistu	31 950 €	+ reservkapital min ½ osakapitalist
Makseasutus	20 000 – 125 000 €	sõltuvalt pakutavatest teenustest
E-raha asutus	350 000 €	
Kütuse importija	639 155 €	
Elektri võrguettevõtja	127 800 €	
Gaasi võrguettevõtja	31 950 -128 000 €	sõltuvalt pakutavatest teenustest
Elektri tootja või müüja	31 950 €	

Allikas: Autorite koostatud erinevate Eesti Vabariigi seaduste alusel. Märkus: osadel tabelis loetletud tegevusaladel tohivad teenust osutada vaid aktsiaseltsid.

Juhul kui hinnaregulatsioonile alluva toote või teenuse pakkumiseks peab ettevõtte täitma kõrgendatud aktsia-, osa- või omakapitali nõudeid, ei saa sellise ettevõtte investeeritud kapital olla väiksem minimaalselt nõutavast aktsia-, osa- või omakapitali suuruselt. Juhul kui sellise ettevõtte tavameetodi kohaselt arvatav reguleeritav vara on väiksem kehtestatud aktsia-, osa- või omakapitali suuruselt, siis tuleks investeeritud kapitali miinimumsuurusena käsitleda seadustes nõutavat aktsia-, osa- või omakapitali suurus. Siinkohal tekib kohe küsimus, kuidas sellisel juhul arvutada põhjendatud tulukust investeeritud kapitalilt. On loogiline eeldada, et see osa minimaalselt aktsia-, osa- või osakapitalist, mis ei ole investeeritud tavameetodil arvatud reguleeritavatesse varadesse võib-olla paigutatud mingitesse tagatisvaradesse (hoiused krediidasutustes, finantsinstrumendid). Tavaoludes teenib ettevõtte neilt tagatisvaradelt finantstulu. Põhjendatud tulukuse arvutamisel on õiglane see täiendav tulu arvesse võtta ning selle arvel vähendada hinnaregulatsioonile alluva toote või teenuste hinnataset. Omaette (ja üsna keeruline) küsimus on sellise tagatisvara mõju investeeritud kapitali riskitasemele ja regulatiivsele kapitali kulukuse määrale.

Lisaks seadustes toodud kõrgendatud aktsia-, osa- või omakapitali nõuetele, võib ettevõtte olla sunnitud kasutama erinevaid garantiisid ja käendusi ning muid tagatisvarasid võitmaks usaldust klientide, tarnijate või koostööpartnerite hulgas. Isegi kui ettevõtte ei kaasa täiendavat kapitali ja kasutab selle asemel näiteks kolmandate isikute poolt väljastatud garantiisid, toob selliste garantiide kasutamine ettevõttele täiendavaid kulusid. Vajadus sellise tagatiskapitali järgi võib tekkida siis, kui ettevõtte võtab endale suures mahus lepingulisi kohustusi tulevikuks. **Juhul kui ettevõtte on sunnitud investeerima tagatisvaradesse või kasutama kolmandate isikute poolt väljastatud garantiisid, ei pruugi tavametoodika kasutamine põhjendatud tulukuse arvutamisel olla adekvaatne.**

Kasutusrendi kasutamine

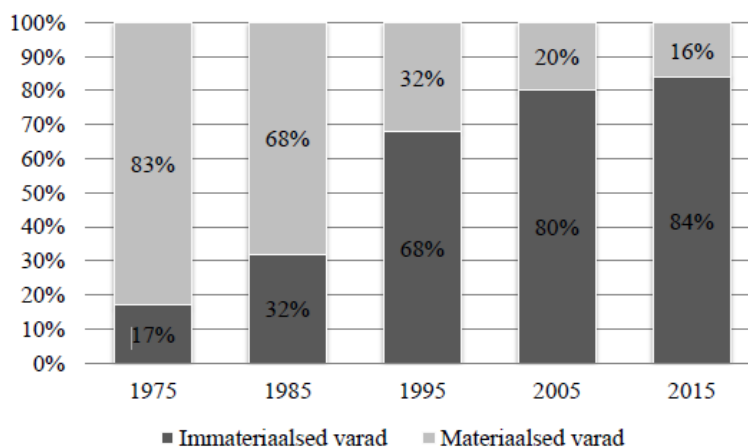
Väikese kapitalimahukuse üheks põhjuseks võib olla asjaolu, et ettevõtte otsustab hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks vajalikku vara rentida. Vara rentimise tehinguga annab rendileandja ühe või mitme rendimakse eest rentnikule õiguse kasutada vara kokkulepitud perioodi jooksul. Rentimise peamisteks alaliikideks on kapitalirent (*capital lease*) ning kasutusrent (*operating lease*). Kapitalirendiga on tegemist kui kõik olulised vara omandiõigusega seotud hüved ja riskid kanduvad üle rentnikule. Oma olemuselt on kapitalirent võrreldav vara ostmisega laenu abil ning renditav vara antakse tavaliselt üle rentniku bilanssi. Kapitalirendi kasutamine ei vähenda seetõttu ettevõtte kapitalimahukust, küll aga teeb seda kasutusrendi kasutamine. Tüüpilise kasutusrendi puhul kasutab rentnik renditud vara mingi aja jooksul (mis on oluliselt lühem vara majanduslikust elueast) ning lepinguperioodi lõppedes tagastab vara rendileandjale. Vara rentimine ostmise asemel suurendab ettevõtte võimet paindlikult reageerida muutuvatele turuoludele. Kui rentnikul on õigus rendileping igal ajahetkel ja ilma sanktsioonide või täiendavate kuludeta üles ütelda, muutuvad vara omandamise ja omamisega seotud püsikulud ettevõtte jaoks muutuvkuludeks ja seega on üks osa äririskist üle kantud rendileandjale. Kõige klassikalisemal kujul avaldub aga rentimise eelis vara omamise ees siis, kui vara vajatakse vaid lühikeseks ajaperioodiks (näit tööriistarent, autorent nädalavahetuseks, korteri üürimine pikaajalise ametilähetuse puhul jms). Selle asemel, et vajaminev vara osta ja suhteliselt lühikese ajaperioodi pärast uuesti maha müüa, on üldreeglina tunduvalt kasulikum seda vara lühiajaliselt rentida. Kuigi ka selliste tehingutega kaasnevad transaktsioonikulud, on kogukulud tavaliselt siiski madalamad vara ostmise ja hilisema võõrandamisega (või ülalpidamisega) seotud kuludest.

Juhul kui ettevõtte on hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks rentinud vara kasutusrendi korras, siis saab ta lepingust tulenevad rendimaksud kanda oma põhjendatud tegevuskulude hulka ning need sisalduvad osutatava teenuse hinnas. Küll aga tuleb arvestada, et kompensatsioon, mida ettevõtte saaks põhjendatud tulukuse vormis kui ta oleks vaatlusaluse vara omanik võib erineda kasutusrendimaksetes sisalduvatest intressimaksetest ning tekitada seetõttu ajendi eelistada kas vara ostmist rentimisele või vastupidi (sõltuvalt turul kehtivatest tingimustest ja regulatsiooni detailidest, nt regulatiivse WACC suuruselt). Hinnaregulaator ei ole siinkohal mingilgi viisil hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele ette kirjutanud seda, kas ettevõtte peab olema regulatiivsete teenuse osutamiseks vajalike varade omanik või rentnik. **Eelnevast tulenevalt pole kasutusrendi kasutamine ettevõtte poolt põhjuseks eelistada käibemarginaalidel põhinevat lähenemist tavametoodikale.**

Immateriaalsete varade suurenev roll väärtusloomes

Väikese kapitalimahukuse põhjuseks võib olla immateriaalsete varade kasutamine äritegevuses. RTJ 5 kohaselt on immateriaalne vara füüsilise substantsita, teistest varadest eristatav mittemonetaarne vara. Immateriaalse vara

tähtsus äriprotsessides on pidevalt suurenenud. Joonisel 1.1 on kujutatud S&P 500 indeksisse kuuluvate ettevõtete väärtuse jagunemine materiaalsete ja immateriaalsete varade vahel erinevatel kümnenditel.



Joonis 1.1. S&P 500 ettevõtete väärtuse jagunemine immateriaalsete ja materiaalsete varade vahel (allikas: Annual Sudy...2015, viidatud Pärs, M. 2015 vahendusel)

Kui veel 30-40 aastat tagasi oli peamisteks väärtusloome allikateks ettevõtte materiaalsed varad, siis nihe tootmis põhiselt majanduselt teadmuspõhisele majandusele on toonud kaasa immateriaalsete varade üha suureneva tähtsuse äriprotsessides ja väärtusloomes (Mellen, Evens 2010: 247).

RTJ 5 kohaselt kajastatakse immateriaalset varaobjekti bilansis aga vaid juhul, kui ta on:

- ettevõtte poolt kontrollitav,
- objekti soetusmaksumus on usaldusväärset hinnatav,

ja on tõenäoline, et ettevõtte saab objekti kasutamisest tulevikus majanduslikku kasu.

Erijuhtumi moodustavad ettevõtte arendusväljaminekud, mille puhul on lisatingimuseks, et ettevõttel oleksid tehnilised ja finantsilised võimalused ning kavatsus projekti (millega arendusväljaminekud seonduvad) elluviimiseks. Arendustegevust defineeritakse kui uurimistulemuste rakendamist uute toodete, teenuste, protsesside või süsteemide väljatöötamiseks, kujundamiseks või testimiseks (näiteks uue retsepti või tootmisprotsessi väljatöötamine). Kui ülaloetletud tingimused on täidetud, siis võetakse RTJ 5 kohaselt immateriaalne põhivara bilansis arvele tema soetusmaksumuses, mis koosneb ostuhinnast ja soetamisega otseselt seotud kulutustest. Alljärgnevaid väljaminekuid ei võeta RTJ 5 kohaselt immateriaalse varana arvesse ja kajastatakse perioodikuludena:

- Asutamisväljaminekud
- Uurimistegevusega seotud väljaminekud
- Koolitusega seotud kulutused
- Reklaamile tehtud kulutused

- Üldised halduskulutused
- Kahjumid tootmise algusfaasis
- Kolimise ja ettevõtte ümberstruktureerimisega seotud kulutused
- Kulutused seoses ettevõtte siseselt loodud brändidega, kliendinimekirjadega ja muude sarnaste objektidega

Valdav osa ülalmainitud väljaminekutest võetakse hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes arvesse tegevuskuludena ning need saavad seega kompenseeritud. Kuna põhjendatud tegevuskulud saavad kompenseeritud siis igasuguseid kahjumeid arvesse ei võeta.

Hinnaregulatsiooni tavametoodika rakendamine võib osutuda problemaatiliseks siis kui:

- 1. Metoodika ei võimalda reguleeritava varana arvesse võtta bilansis kajastatud immateriaalseid varasid, mida ettevõtte oma äriprotsessi toimimiseks vajab ja mis muul viisil kompenseerimist ei leia. Sellisel juhul võib lahenduseks olla metoodika muutmine selliselt, et ka need varad lülitatakse reguleeritavate varade hulka.**
- 2. Metoodika ei võimalda lubatud tegevuskuludena arvesse võtta väljaminekuid, mis on seotud selliste immateriaalsete varade loomisega, mida RTJ ei luba kapitaliseerida ja varana arvesse võtta, kuigi need kulutused on ettevõtte äriprotsessi edukaks toimimiseks hädavajalikud. Sellisel juhul võib lahenduseks olla metoodika muutmine selliselt, et ka need väljaminekud lülitatakse lubatavate kulude hulka.** Siinkohal tuleb arvestada, et kui meil on tegemist monopoolses seisundis oleva ettevõttega, ei ole sugugi kõik kulud, mida tavapärasel konkurentsituatsioonis olevad ettevõtted teevad, olla äritegevuseks vajalikud (nt reklaamikulud, kulud seoses brändi loomisega jms).
- 3. Metoodika küll võimaldab lubatud tegevuskuludena arvesse võtta selliste immateriaalsete varade loomisega väljaminekuid, mida RTJ ei luba kapitaliseerida ja varana arvesse võtta, hoolimata sellest, et need on vajalikud ettevõtte äriprotsessi edukaks toimimiseks, kuid üksnes ajalise nihkega.** Kui näiteks ettevõtte teeb mitme aasta jooksul kulutusi uurimistegevuseks, mis võiks tulevikus potentsiaalselt suurendada teenuse või toote kvaliteeti või alandada selle osutamise või tootmisega seotud kulusid, siis tekib küsimus kas hinnaregulatsiooni tavametoodika lubab nende uurimiskulude lülitamist toote või teenuse hinda hetkel, kui neid kulutusi realselt tehakse. Kui seda teha ei lubata, siis peaks ettevõtte neid kulutusi finantseerima muudest allikatest (välise oma- või laenukapitali abil), kuid ei saa kehtiva metoodika alusel kompensatsiooni katmaks kaasatava kapitali kulukuse määra.
- 4. Metoodika ei võimalda maksta õiglast kompensatsiooni selliste immateriaalsete varade eest, mida ettevõtte oma äriprotsessis küll kasutab, kuid mis ei kuulu ettevõttele.** Üheks olulisemaks immateriaalseks varaks, mille puhul selline probleem võib tekkida, on inimkapital.

Inimkapitali suurenev roll väärtusloomes

Inimkapital (*human capital*) on üheks olulisemaks komponendiks ettevõtete äritegevuses. Samas ei saa ettevõttesse kaasatud inimkapitali kajastada varana, kuna see ei kuulu ei formaalselt ega ka sisuliselt ettevõttele. Kui palgatöötajate puhul kompenseeritakse nende inimkapitali rakendamine ettevõttes töötasuga, siis ettevõtjate/juhatuse liikmete puhul ei pruugi see nii olla. Ettevõtja paigutab ettevõttesse üheaegselt nii oma inim- kui ka finantskapitali sooviga nende kombinatsioonilt teenida tulusust, mis ületab kapitali kulukuse määra või on sellega vähemalt võrdne (ehk sooviga saavutada olukord, kus tema investeeringu $NPV \geq 0$). Ettevõtja poolt ettevõttest teenitav tulu peab seega ületama kapitalitulu, mida ta sama riskitaseme korral teeniks investeerides oma kapitali finantsinstrumentidesse ning võimaliku töötasu, mida ta teeniks parimal temale sobival ja kättesaadaval palgalisel ametikohal, summat.

Enamikes riikides (sh ka Eestis) on inimkapitali (kui tunduvalt vähemmobiilse kapitali) eest makstav kompensatsioon (st palk või juhatuse liikme tasu) maksustatud tunduvalt kõrgemalt kui finantskapitali (kui tunduvalt mobiilsema kapitali) eest makstav kompensatsioon (intressid, dividendid ja kapitali kasutulu). Sellest tulenevalt on ettevõtjatel tugev motivatsioon vähendada kõrgemalt maksustatava kompensatsiooni ja suurendada madalamalt maksustatava kompensatsiooni suurust ja osakaalu. Madalamalt maksustatava kompensatsiooni hulka kuuluvad lisaks dividendidele ja teistele osanikele tehtavatele väljamaksetele ka näiteks aktsioptsioonid (nn osalusoptsioonid); ametiauto, mida võimaldatakse kasutada ka isiklikel eesmärkidel ja ettevõtja isiklike kulude katmine ettevõtte poolt. Selliste kompensatsioonimeetmete kasutamise tulemuseks on statistiline pilt, mille kohaselt keskmine töötasu või juhatuse liikme tasu ei peegelda osades (või lausa enamikes) sektorites adekvaatselt ettevõttesse paigutatud inimkapitalile makstavat (ja nõutavat) tegelikku kompensatsiooni.

Ülalkirjeldatud moonutuse kõrvalefektiks on see, et ka äri- ja puhaskasum neis sektorites ei peegelda adekvaatselt ettevõttesse investeeritud finantskapitalilt saadavat tulu. Kui selliste sektorite andmetel põhinevaid keskmiseid käibemarginaale, ROIC, ROCE, ROA, ROI või ROE näitajaid kasutada sarnases tegevusvaldkonnas tegutseva hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte puhul lubatava kasumlikkuse hindamisel, ei pruugi saadav tulemus olla adekvaatne.

Tüüpiline hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte vajab oma tegevuseks suurel hulgal reguleeritavat vara, mistõttu on tavameetodil arvatud õigustatud ärikasum mahuliselt piisavalt suur katmaks osaliselt ka ettevõtja poolt ettevõttesse investeeritud inimkapitalilt nõutavat kompensatsiooni. Väikese kapitalimahukusega monopoolsete/turgu valitsevate ettevõtete puhul ei pruugi aga tavameetodi baasil arvatud õigustatud ärikasum selleks piisav olla. Samuti ei saa hinnaregulatsioonile alluvas ettevõttes katta ettevõtte arvel ettevõtja isiklike kulud. Seega tuleks selliste ettevõtete puhul ettevõtja poolt ettevõtte hüvanguks rakendatavat inimkapitali kompenseerida eelkõige juhatuse/nõukogu liikme tasu abil. Kuna aga võrdluses teiste ettevõtetega peaks see

olema keskmisest (oluliselt) kõrgem, tekib küsimus, kas hinnaregulaator aktsepteerib sellises mahus ettevõtte juhtorganite tasusid ja lubab need hinnaregulatsioonile alluva teenuse hinda lülitada.

Tavametoodika ei pruugi olla sobilik väikese kapitalimahukusega monopoolsete/turgu valitsevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamisel, sest ei suuda pakkuda adekvaatset kompensatsiooni ettevõtja poolt ettevõttesse paigutatud inim- ja finantskapitali kombinatsioonile. Samas ei pruugi ka võrdlusettevõtete käibemarginaalide kasutamine siinkohal viia adekvaatse tulemuseni.

Raamatupidamislikult amortiseerunud põhivara kasutamine

Üheks reguleeritavate varade väikese mahu põhjuseks võib olla ka see, et ettevõtte kasutab hinnaregulatsioonile alluva toote või teenuse loomiseks põhivara, mis on raamatupidamislikult täielikult amortiseerunud. Sellise olukorra tekkepõhjuseks on vara kasuliku eluea alahindamine. Tavameetod võimaldab ka juhul kui ettevõtte raamatupidamises kasutatakse vara tegelikust kasulikust elueast lühemat eluiga, teenida varalt õigustatud tulukust, mis vastab regulatiivsele kapitali kulukuse määrale. Iga selline meetodika, mis lubaks amortiseerunud põhivara uuesti arvele võtta (kas õiglasel väärtusel või jääkasendusmaksumusel või mingil muul viisil) ja sellelt uuesti kasutustasu arvutama hakata, tooks kaasa olukorra, kus $IRR > WACC$ ehk investorid teeniksid põhjendamatult kõrget tulusust⁵. **Tavametoodika pakub adekvaatset kompensatsiooni kui hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte kasutab raamatupidamislikult amortiseerunud põhivara.**

Kehtestatud normatiivist suurem käibekapitali vajadus

Reguleeritava vara hulka lülitatav **käibekapitali** suurus arvutatakse tavametoodika kohaselt teatud protsendina (tavaliselt 5%) ettevõtte müügitulust (või kolme viimase kalendriaasta keskmisest müügitulust).

Investorite poolt rahastatav käibekapital ehk puhaskäibekapital (*net working capital*) arvutatakse tüüpiliselt järgmise valemi abil:

$$(3) \quad NWC = CA - CL,$$

kus CA käibevara,
CL lühiajalised kohustused.

Sageli võib ettevõtte omada muuhulgas ka selliseid käibevarasid, mida äritegevuseks vaja ei ole (üleliigne rahavaru, lühiajalised finantsinvesteeringud, üleliigsed kaubavarud) ning valem 3 ei arvesta ka asjaoluga, et käibevarade soetamiseks saab ettevõtte kasutada lühiajalisi laene, mis aga rahanduses laialtlevinud definitsiooni

⁵ Seda küsimust on täpsemalt analüüsitud Sander et al 2016, lk 25-26.

kohaselt kuuluvad investeeritud kapitali hulka⁶. Korrektsem on äritegevuseks vajaliku puhaskäibekapitali arvutamiseks kasutada valemit:

$$(3a) \quad ONWC = CA_{operating} - CL_{nonloan}$$

kus $CA_{operating}$ äritegevuseks vajalik käibevara (ostjate maksmata arved, vajalikud varud, vajalik rahavaru jms),
 $CL_{nonloan}$ spontaansed lühiajalised kohustused (hankijatele maksmata arved, võlad töövõtjatele jt spontaanselt äritegevuse käigus tekkivad kohustused).

Äritegevuseks vajaliku puhaskäibekapitali suurus erinevates sektorites ja ettevõtetes võib olla üsna erinev ning sõltuda neis sektorites ja ettevõtetes kasutatavatest ärimudelitest ja -loogikast. Eesti Statistikaameti andmete kohaselt moodustas ettevõtete summaarseste näitajate alusel arvutatud valemi 3 kohane puhaskäibekapital 2015. aastal ca 16.6% ettevõtete summaarsest aastasest müügitulust, mis on oluliselt rohkem Konkurentsiameti poolt rakendatud tavametoodikas lubatust. Valemi 3a korrektne rakendamine eeldaks ettevõtte käibevarade ja lühiajaliste kohustuste põhjalikku analüüsi, mida agregeeritud andmete baasil teha pole võimalik. Küll on aga alljärgnevalt esitatud lihtsustatud moel läbiviidud puhaskäibekapitali korrigeerimine, mille puhul eemaldati lühiajalistest kohustustest võlakohustused (lühiajalised laenud, pikaajaliste laenude lühiajalised osas) ning käibevarasid on korrigeeritud lähtudes eeldusest, et vajalik rahavara moodustab 2% ettevõtete müügitulust. Sellisel moel korrigeeritud puhaskäibekapitali suurus Eesti ettevõtete agregeeritud andmetel oli 2015. aastal ca 18%. Puhaskäibekapitali osakaal müügitulust on suuresti sektorispetsiifiline (vt tabel 1.3). Nii näiteks oli madalaim valem 3 alusel arvutatud suhtarv kinnisvaraalse tegevusega tegelevates ettevõtetes (-0.4%) ja kõrgeim kütse-, teadus- ja tehnikaalse tegevuse valdkonnas (47.5%). Kohandatud puhaskäibekapitali suhe müügitulusse oli aga madalaim kunsti, meelelahutuse ja vaba aja sektoris (2.4%), kõrgeim seevastu aga elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamise valdkonnas (59.6%)⁷. Ka sektorisiselt on puhaskäibekapitali ja müügitulu suhtarvu varieeruvus alamsektorite lõikes väga suur. Ettevõtete suuruse lõikes eksisteerib samuti teatud varieeruvus, kuid erinevused pole niivõrd suured kui tegevusalade lõikes.

⁶ Investeeritud kapital = omakapital + laenukapital – põhitegevuseks mittevajalik vara

⁷ Väga kõrge kohandatud puhaskäibekapitali osakaal müügitulust elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamise valdkonnas on seotud nii sellega, et selles sektoris on väga suur roll ettemaksudel, viitlaekumistel jms kui ka sellega, et enamuse lühiajalistest kohustustest vaadeldavas sektoris moodustavad laenudega seotud võlakohustused. Lisaks iseloomustab sektorit arvestatav sesoonsus.

Tabel 1.3. Puhaskäibekapitali ja müügitulu suhtarv erinevates sektorites 2015. aastal Eestis ettevõtete agregeeritud andmete alusel

Tegevusala	NWC (valem 3) / müügitulu	ONWC(kohandatud, valem 3a) / müügitulu
A Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük	28,2%	35,1%
B Mäetööstus	16,4%	25,3%
C Töötlev tööstus	18,3%	20,1%
D Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	18,5%	59,6%
E Veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus	22,1%	9,7%
F Ehitus	19,1%	13,6%
G Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	13,9%	12,9%
H Veondus ja laondus	9,8%	8,9%
I Majutus ja toitlustus	6,2%	3,1%
J Info ja side	24,8%	14,1%
L Kinnisvaraala tegevus	-0,4%	48,9%
M Kutse-, teadus- ja tehnikaala tegevus	47,5%	34,9%
N Haldus- ja abitegevused	25,3%	22,5%
P Haridus	25,2%	3,5%
Q Tervishoid ja sotsiaalhoolekanne	14,6%	3,7%
R Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	16,1%	2,4%
S Muud teenindavad tegevused	14,6%	9,7%
Tegevusalad kokku	16,6%	18,0%

Allikas: Autori arvutused Statistikaameti andmebaasis esitatud andmete alusel

Tabelis 1.3 esitatud andmed viitavad võimalusele, et hinnaregulatsioonile alluvates sektorites võib vajaliku puhaskäibekapitali suurus erineda tavametoodika alusel arvatust, kuid see ei tähenda automaatselt vajadust võtta kasutusele käibemarginaalidel põhinev lähenemine, kuna ka olemasoleva tavametoodika kohaselt on lubatud teostada käibekapitali põhjendatud suuruse hindamiseks täiendav analüüs. **Kuna tavametoodika pakub võimalust käibekapitali suuruse hindamisel viia läbi täiendav analüüs ja arvestada ettevõtte spetsiifikaga, puudub põhjus eelistada käibemarginaalidel põhinevat lähenemist tavametoodikale.**

Kokkuvõtvalt saab väita, et eksisteerib mitmeid põhjuseid, miks tavametoodika kohaselt arvatud, reguleeritaval varal ja regulatiivsel kapitali kulukuse määral põhinev, põhjendatud tulukus ei pruugi pakkuda adekvaatset kompensatsiooni väikese kapitalimahukusega monopoolsete või turgu valitsevas seisundis olevatele ettevõtetele. Osadel juhtudel oleks lahenduseks täiendavate analüüside tegemine olemasoleva tavametoodika raames või olemasoleva tavametoodika täiendamine, kuid mõned tavametoodika sobimatust põhjustavad asjaolud ei pruugi olla ka sel moel korrigeeritavad ning vaja võib minna alternatiivset lähenemist põhjendatud tulukuse arvutamiseks.

1.3. Käibemarginaalid ja investeeritud kapitali tulusus

Regulatsioonipraktikas kasutatav meetodika lähtub olukorrast, kus kehtestatud regulatiivsed hinnad toodetele või teenustele tagavad, et pikaajaliselt regulatsioonile alluva ettevõtte $ROIC \approx WACC$. Investeeritud kapitali tulusus on tavapäraselt arvutatav valemiga:

$$(4) \quad ROIC = \frac{EBIT}{IC},$$

kus EBIT intresside- ja maksude-eelne kasum,
IC investeeritud kapital.

Investeeritud kapitali (*invested capital*) defineeritakse rahandusteoorias üldjuhul kahel moel. Esiteks kui investorite poolt äriühingusse oma- ja laenukapitali vormis paigutatud kapitali, millest on maha lahutatud põhitegevusega mitteseotud varade (üleliigne rahavaru, pika- ja lühiajalised finantsinvesteeringud jms) bilansiline väärtus. Omakapital hõlmab muuhulgas nii aktsia/osakapitali, ülekursi, erinevaid reservkapitale, eelmiste perioodide jaotamata kasumit kui ka aruandeperioodi puhaskasumit. Laenukapital hõlmab pangalaene, võlakirju, kapitalirenti jm intressikandvaid kohustusi. Teiseks kui reguleeritava teenuse/toote pakkumiseks vajalike varade bilansilist väärtust, seda eeskätt hinnaregulatsiooni kontekstis. Tüüpiliselt:

- Investeeritud kapital = omakapital + laenukapital – põhitegevuseks mittevajalik vara
- Investeeritud kapital = põhitegevuseks vajalik põhivara + põhitegevuseks vajalik puhaskäibekapital (*net operating working capital*)

Investeeritud kapitali teine definitsioon vastab sisuliselt sellele, mida kasutab oma meetodikates ka Konkurentsiamet. Hinnaregulatsiooni tavametoodika puhul piiratakse ettevõtte poolt investeeritud kapitalilt teenitavat tulusust regulatiivse kapitali kulukuse määraga:

$$(5) \quad ROIC_{\text{tubata}} \approx WACC_{\text{regulatiivne}}$$

Regulatiivne WACC sõltub keskpankade tegevusest oluliselt mõjutatud riskivabast intressimäärast ja finantsturgudel kujunevast tururiskipreemiast ning sektori süstemaatilist riski väljendavast beetakordajast. Regulatiivset kapitali kulukuse määra mõjutavad tegurid (ja seega ka põhjendatud tulukus investeeritud kapitalilt) ei ole hinnaregulatsiooni tavametoodika kohaselt otseselt seotud mingi sektori ettevõtete tegelike majandustulemustega.

Võrreldavate ettevõtete või sektorite käibemarginaalidel põhinev meetodika seevastu aga seoks põhjendatud tulukuse otseselt võrdlusettevõtete majandustulemustega vaatlusalusel perioodil. Siinkohal tuleb arvestada järgmiste aspektidega:

- Ettevõtte puhaskasum liigub funktsionaalselt vastupidises suunas intressimääradega – kui näiteks keskpankade tegevuse tulemusena intressimäärad langevad, siis hinnaregulatsiooni tavametoodika kohaselt väheneb regulatiivne kapitali kulukuse määr ettevõtetes (ja see vastab ka tegeliku kapitali kulukuse määra liikumise suunale), mis toob kaasa põhjendatud tulukuse ($ROIC_{lubatav}$) languse. Samas toob madalam intressimäär *ceteris paribus* endaga kaasa intressikulude vähenemise ja maksude-eelse kasumi ning aruandeaasta kasumi tõusu. Selle tulemusena suurenevad võrdlusettevõtete kõik puhaskasumil baseeruvad tulemuslikkuse näitajad (omakapitali tulusus (ROE), koguvarade puhastulusus (ROA_{net}) ning käibe puhasrentaablus ehk puhasmarginaal (*net profit margin*)). Selliste suhtarvude kasutamine hinnaregulatsiooni kontekstis ei lähe kokku hinnaregulatsiooni põhimõttega, mille kohaselt ei tohi toote või teenuse hind võimaldada monopoolisel ettevõttel teenida ülemäärast kasumit. Ja vastupidises situatsioonis, st kui toimub intressimäärade tõus, võivad võrdlusettevõtete puhaskasumid langeda sedavõrd, et nendel põhinevate suhtarvude kasutamine hinnaregulatsiooni kontekstis toob kaasa ebaõiglaselt madala teenuse hinna.
- Eesti seondub ettevõtte tulumaks otseselt ettevõtte kasumijaotusotsustega. Kui ettevõtted suurendavad dividendimakseid, suureneb ka tulumaksukulu, mis vähendab ettevõtete poolt teenitavat puhaskasumit. Hinnaregulatsiooni kontekstis ei tohiks aga võrdlusettevõtete kasumijaotuspoliitika mõjutada hinnaregulatsioonile alluvate teenuste või toodete hindu.
- Puhaskasum sõltub ka ettevõtte poolt saadavast finantstulust, mistõttu ei ole see enam seotud üksnes äritegevuseks vajalikelt varadelt teenitava tuluga, vaid võtab arvesse ka seda tulu, mida teenitakse finantsinvesteeringutelt, ühekordsetelt tehingutelt, varade (nt kinnisvarainvesteeringute) üleshindamiselt jms.

Eelnevast tulenevat võib väita, et juhul kui hinnaregulatsiooni kontekstis kasutada põhjendatud tulukuse hindamiseks võrdlusettevõtete finantssuhtarve, ei sobi selleks puhaskasumit sisaldavad näitajad. Käibemarginaalide osas jätab see valikusse eelkõige ärikasumi marginaali (*operating margin* - $ROS_{operating}$) ning intresside- ja maksude-eelse kasumi marginaali (*EBIT margin*)- ROS_{EBIT}). Ärikasumi marginaal arvutatakse valemiga:

$$(6) \quad ROS_{operating} = \frac{\text{Ärikasum}}{\text{Müügitulu}}$$

ning EBIT marginaal valemiga:

$$(7) \quad ROS_{EBIT} = \frac{EBIT}{\text{Müügitulu}}$$

Ärikasumi erinevus intresside- ja maksude-eelsest kasumist on enamasti üsna väike ja tekib seoses kasumitega (ja kahjumitega) tütar- ja sidusettevõtetelt ning finantsinvesteeringutelt ning muude finantstulude ja kuludega (nt

kasum või kahjum valuutakursi muutustelt). Ärikasum ei sisalda üldreeglina selliseid tulusid (ega kulusid), kuid intresside- ja maksude-eelne kasum (EBIT) võtab ka need kasumid ja kahjumid arvesse. Äritegevuse kasumlikkuse hindamiseks ja ettevõtetevaheliste võrdluste tegemiseks on sobilikum ärikasumi marginaal. Kasutades võrdlusettevõtete ärikasumi marginaali hinnaregulatsioonile alluvate või turguvalitsevas seisundis olevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamisel, tuleb aga arvestada järgmiste asjaoludega:

- Ettevõtte ärikasum pole funktsionaalselt seotud intressimääradega – seega erinevalt hinnaregulatsiooni tavametoodikast ei too keskpankade tegevuse tulemusena või ka muul põhjuselt toimuv laenukapitali ja/või omakapitali odavnemine või ka kallinemine otseselt kaasa muutust ärikasumi marginaalis⁸. Sellest tulenevalt teeniks käibemarginaalide põhisele hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte võrreldes tavametoodikaga kas liiga suurt või väikest tulukust.
- Kui hinnaregulatsiooni tavametoodika puhul toob näiteks tööjõumaksude alandamine kaasa hinnaregulatsioonile alluva toote või teenuse hinna languse, sest kulud vähenevad ning põhjendatud tulukus ei muutu, siis käibemarginaalide põhise meetoodika rakendamisel võib toote või teenuse hind jääda muutumatuks – kuigi põhjendatud kulud toote või teenuse pakkumuseks *ceteris paribus* vähenevad, siis võrdlusettevõtete ärikasumi marginaal suureneb, sest alanenud tööjõukulud tähendavad suuremat ärikasumit.

Alternatiivina ärikasumi marginaalile on võimalik rakendada ka erinevaid kulumarginaale, mis kujutavad endast valitud kasuminäitaja (nt ärikasum) ja mingite kulude jagatist. Tegemist on tunduvalt vähemlevinud, kuigi olemuslikult samaväärsete, näitajatega. Kulumarginaalide kasutamine võimaldab soovi korral välja jätta vaadeldavast kuludekomplektist mõne kulukirje, mida küll arvestatakse ärikasumi arvutamisel, kuid mille muutust ei soovita siduda põhjendatud tulukusega. Kuna aga ettevõtted Eestis võivad kasutada ühte kahest alternatiivsest kasumiaruande skeemist (skeem 1 ja skeem 2), siis ei pruugi kõigi kulukirjete kohta olla piisavat adekvaatset võrdlusväärtust. Müügitulul või kulude komplektil põhinevad tulemuslikkuse suhtarvud on omavahel funktsionaalselt seotud. Alljärgneval joonisel 1.2. on esitatud illustratiivne näide kulu ja müügitulu marginaalide arvutamise kohta.

⁸ Kaudne mõju on aga olemas ning mitmetes sektorites (nt kinnisvaraarendus, automüügifirmad jms) toob intressimäärade langus kaasa müügitulude (ja seega ka ärikasumite) kasvu. Seega, kui tavametoodika puhul tooks intressimäärade langus kaasa põhjendatud tulukuse vähenemise, siis võrdlusettevõtete ärikasumi marginaalidele kasutamise korral tooks intressimäärade langus justkui kaasa põhjendatud tulukuse kasvu.

	A	B	C	D
1				
2	Müügitulu	1000000		
3	Müüdüd kaupade kulu	700000		
4	Kogukasum	300000		
5	Turustuskulud	50000		
6	Üldhalduskulud	100000		
7	Muud ärikulud	50000		
8	Ärikasum	100000		
9				
10	Ärikasumi marginaal	10,0%	$\leq B8/B2$	
11	Äritegevuse kulude marginaal	11,1%	$\leq B8/(B3+B5+B6+B7)$	

Kui esmapilgul tundub, et müügitulul põhinev ärikasumi marginaal erineb äritegevuse kulude marginaalst, siis tegelikult on need kaks näitajat täpselt samaväärsed, sest nende kasutamise loogika on erinev – äritegevuse kulude marginaali võrra tuleks suurendada hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte kulusid (nt kui see on 900 000, siis lisandub ärikasumina 11.1% ehk 100 000), samas kui ärikasumi marginaal näitab kui suure osa planeeritavast müügitulust peaks moodustama ärikasum – kui müügitulu on üks miljon, siis ärikasum peab olema 10 % ehk 100 000.

Joonis 1.2. Müügitulu ja äritegevuse kulude marginaal

Üheks peamiseks probleemiks käibemarginaalide rakendamisel põhjendatud tulukuse hindamiseks on aga ettevõtte poolt teenitava kasumi sidumine otseselt müüdavate toodete ja teenuste mahuga – st kui ettevõtte müügitulud kasvavad, suureneb ka tema poolt teenitav põhjendatud tulu (kasum). Tavametoodika kohaselt toob müügitulude kasv reguleeritud ettevõtetes kaasa vaid väga tühise muutuse teenitavas kasumis ja seda üksnes seetõttu, et müügi suurenemine kasvatab vajalikku käibekapitali mahtu ($WACC \cdot \Delta NWC_{regulatiivne}$)⁹. Käibemarginaalidel põhineva hinnaregulatsiooni puhul on müügitulu mõju põhjendatud tulule tavaliselt tunduvalt suurem. See võib olla igati põhjendatud, kui peamine põhjus, miks hinnaregulatsiooni tavametoodikat ei saanud kasutada, seondub asjaoluga, et ettevõtte vajab tunduvalt suuremal hulgal selliseid (bilansis mittekajastatavaid) varasid, mille maht sõltub otseselt müügitulust ja mida tavametoodika kohaselt polnud võimalik reguleeritava vara koosseisu lülitada. Kui aga tavametoodika sobimatus tuleb mingist muust põhjusest, siis tekitab käibemarginaalide põhise meetoodika kasutamine kas liiga kõrge (kui müügitulud kasvavad) või liiga madala (kui müügitulud langevad) põhjendatud tulukuse.

Hoolimata ülalmainitud probleemidest on ärikasumi marginaali kasutamine seotud väiksemate probleemidega kui puhasmarginaali kasutamine ning nii mõnegi välismaise väikese kapitalimahukusega hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte puhul on konsultatsioonifirmad (nt Oxera, Europe Economics, Cambridge Economic Policy Associates Ltd jt) soovitanud tavametoodika asemel kasutada ärikasumi marginaalidel põhinevat lähenemist.

Juhul kui on langetatud põhimõtteline otsus käibemarginaalide sobivuse osas põhjendatud tulukuse määratlemisel, tuleks järgnevalt valida sobiv meetoodika mõistliku ärikasumi marginaali suuruse hindamiseks.

⁹ Eestis hetkel kehtiva regulatsioonide kohaselt tüüpiliselt $WACC \cdot 5\% \cdot \Delta M\ddot{u}ük$

1.4 Ärikasumi marginaali hindamise meetodikad

Põhimõtteliselt võib eristada kolme erinevat meetodikat, mille abil hinnata hinnaregulatsiooni eesmärgiks sobivat ärikasumi marginaali:

1. **Statistiline lähenemine**, mille puhul arvutatakse põhjendatud ärikasumi marginaal võrreldavate ettevõtete tegelike ärikasumite marginaalide keskmisena.
2. **Fundamentaalne lähenemine**, mille puhul hinnatakse ära tegelik (sh ka bilansis mittekajastuvate) varade maht, mida hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte vajab ning kapitali kulukuse määr ja arvutatakse nende baasil põhjendatud tulu (ärikasum) ning seejärel lähtuvalt hinnaregulatsioonile alluva toote või teenuse osakaalule ettevõtte müügitulust kujundatakse sobilik ärikasumi marginaal.
3. **Regulatiivsel pretsedendil põhinev lähenemine**, mille puhul lähtutakse hinnaregulaatori(te) poolt varasemalt lubatud ärikasumi marginaalidest vastavas või võrreldavas sektoris.

1.4.1. Statistiline lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks

Statistilise lähenemise (*benchmarking approach*) puhul tuleb tähelepanu pöörata eelkõige kahele aspektile – võrdlusettevõtete (valimi) valikule ning keskmise arvutamise meetodikale. Rahandusteoreetiliselt peaks valimisse kuuluv võrdlusettevõtte olema võimalikult sarnane analüüsitava ettevõttega – seda eelkõige äritegevuse iseloomu ja riskide poolest. Ettevõtte äritegevuse riskitase sõltub mitmetest teguritest, sh tegevusvõimendist (ehk püsikulude ja muutuvkulude vahekorra), konkurentsist, tehnoloogilistest riskidest, müüdava toodangu ja sisseostetava toorme (kauba) hindade volatiilsusest, aga ka ettevõtte suurusel, vanusest, asukohariigist jne. Võrdlusettevõtete valikut käsitletakse empiirilises võtmes käesoleva raporti peatükis 3.

Juhul kui võrdlusettevõtete valim koosneb mitmest ettevõttest, tuleb valida sobiv meetodika valimi keskmise ärikasumi marginaali arvutamiseks. Keskmise suuruse arvutamiseks kasutatakse tavaliselt mõnda alljärgnevatest keskmistest: aritmeetiline keskmine, kaalutud aritmeetiline keskmine, mediaan keskmine, harmooniline keskmine, kaalutud harmooniline keskmine, geomeetriline keskmine, mood.

Harmoonilist keskmist on võimalik probleemideta arvutada üksnes positiivsete väärtuse baasil. Kuna ärikasumi marginaal võib olla ka negatiivne, ei tohiks harmoonilist keskmist kasutada. Mood peegeldab valimis kõige sagedamini esinevat liiget. Kuna aga ärikasumi marginaal on oma olemuselt pidev näitaja, ei oma ka mood antud kontekstis mingit sisu. Geomeetrilist keskmist kasutatakse eelkõige kasvutempode arvutamisel aegridade baasil. See jätab valikusse aritmeetilise keskmise, kaalutud keskmise aritmeetilise keskmise ning mediaan keskmise. Aritmeetiline keskmine on tundlik äärmuslike väärtuste (*outliers*) suhtes; sama kehtib ka kaalutud keskmise aritmeetilise keskmise puhul. Seetõttu võiks eelistada äärmuslikest väärtustest puhastamata valimi puhul

mediaankeskmit. Mediaankeskmine (*median*) on valimi selline väärtus, millest suuremaid ja väiksemaid väärtuseid on võrdset arvul. Juhul kui valim on puhastatud äärmuslikest vaatlustest (nt välja on jäetud x% äärmuslikest positiivsetest ja negatiivsetest väärtustest) võib kasutada ka (kaalutud) aritmeetilist keskmist. Alljärgmisel joonisel 1.3 on esitatud näitlikud arvutused erinevate keskmiste tüüpide baasil. Aritmeetiline keskmine (8.64%) on antud näite puhul üle kahe korra suurem mediaankeskmisest (4%), kuna üks valimisse kuuluv ettevõtte on kõigist ülejäänutest kordades kõrgema ärikasumi marginaaliga. Juhul kui me eemaldaksime valimist äärmuslikud väärtused (nt suurima ja väikseima), siis kujuneks aritmeetiliseks keskmiseks 4.44%.

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	Ettevõtte	Suurus	Käibemarginaal					
2	1	9	-1%					
3	2	23	10%					
4	3	12	6%					
5	4	45	3%					
6	5	100	1%					
7	6	3	-5%					
8	7	65	9%					
9	8	11	4%					
10	9	300	3%					
11	10	7	5%					
12	11	20	60%					
13								
14		Aritmeetiline keskmine	8,64%	<=AVERAGE(C2:C12)				
15		Kaalutud aritmeetiline keskmine	5,51%	<=SUMPRODUCT(B2:B12;C2:C12)/SUM(B2:B12)				
16		Mediaankeskmine	4,00%	<=MEDIAN(C2:C12)				
17		Mood	3,00%	<=MODE(C2:C12)				

Joonis 1.3. Keskmiste arvutamise näide

Samas tuleb silmas pidada ka seda, et kuna mediaankeskmine ei võta arvesse, kui suured on mediaankeskmisest suuremate ja väiksemate väärtuste arvulised suurused, siis ei ole võimatu olukord, kus nii iga aasta, iga ettevõtte kui ka kõigi vaatluste mediaankeskmisel on negatiivsed, kuigi iga ettevõtte on kokkuvõttes teeninud kasumit ja ettevõtted summaarselt on teeninud kasumit igal vaadeldaval aastal (vt näide). Allesitatud joonisel (joonis 1.4) on kujutatud hüpoteetiline näide, mille puhul on esitatud viie ettevõtte ärikasumid viie aasta kohta, kusjuures iga ettevõtte müügitulu igal vaadeldaval aastal on 100 ühikut. Kuigi ettevõtted agregeeritult on teeninud igal vaadeldaval aastal kasumit on ärikasumi marginaali mediaan igal aastal negatiivne. Praktikas on siiski vähetõenäoline selliste probleemsete olukordade esinemine. Juhul kui on kahtlusi, et mediaankeskmete kasutamine annab nihkega hinnangu, tuleks eelistada äärmuslikest väärtustest puhastatud valimile rakendatud kaalutud aritmeetilist keskmist.

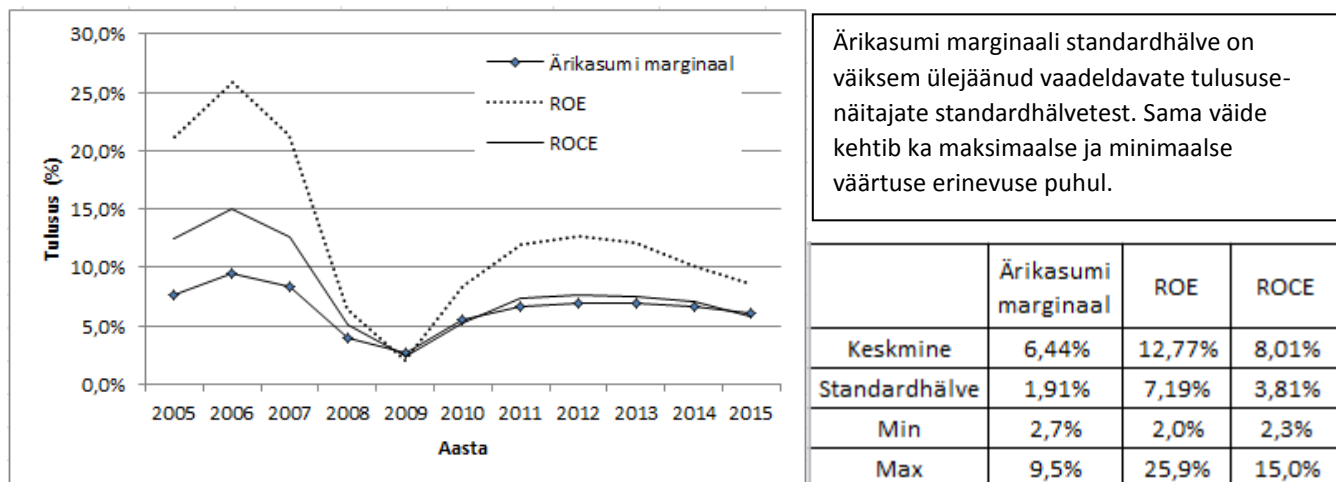
Ärikasumid						
Ettevõtte	1	2	3	4	5	Σ
A	20	-10	-20	-5	60	45
B	-10	20	-5	60	-20	45
C	-20	-5	60	20	-10	45
D	-5	60	-10	-20	20	45
E	60	-20	20	-10	-5	45
Σ	45	45	45	45	45	225

Ärikasumi marginaalid						
	1	2	3	4	5	Mediaan
A	20%	-10%	-20%	-5%	60%	-5%
B	-10%	20%	-5%	60%	-20%	-5%
C	-20%	-5%	60%	20%	-10%	-5%
D	-5%	60%	-10%	-20%	20%	-5%
E	60%	-20%	20%	-10%	-5%	-5%
Mediaan	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	

Joonis 1.4. Ärikasumi marginaali mediaankeskmise arvutuslikud probleemid

Statistilise lähenemise puhul tuleb ka otsustada, mitme aasta võrdlusettevõtete andmeid kasutada ärikasumi marginaali arvutamisel. Kuigi ärikasumi marginaal on võrreldes teiste tulusnäitajatega suhteliselt vähevolatiilne (vt joonis 1.5), kõigub see siiski aastate lõikes.

Mitme aasta libiseva keskmise kasutamine vähendaks regulatiivse ärikasumi marginaali volatiilsust ja tasandaks seetõttu võimalikke muutusi toote või teenuse piirhindades¹⁰. Samal ajal tekitab pikema ajaperioodi andmete kasutamine teatud dissonantsi regulatiivse ärikasumi marginaali ja hetkel turul kujunevate marginaalide vahel. Juhul kui otsustatakse kasutada mitme järjestikulise aasta andmeid tuleks ka otsustada, kas nende agregeerimisel kasutada lihtsat libisevat keskmist (mis omistab aegrea kõigile väärtustele sama osakaalu) või mõnda muud libiseva keskmise tüüpi, mis võimaldaks hilisematele aastatele omistada suurema tähtsuse.



Ärikasumi marginaali standardhälve on väiksem ülejäänud vaadeldavate tulusnäitajate standardhälvetest. Sama väide kehtib ka maksimaalse ja minimaalse väärtuse erinevuse puhul.

Joonis 1.5. Eesti ettevõtete summarsete finantsnäitajate alusel arvatud erinevad tulusnäitajad aastatel 2005-2015 (andmed: Statistikaamet, autorite arvutused)

Statistilise lähenemise üheks fundamentaalseks nõrkuseks on asjaolu, et see tüüpiliselt ülehindab keskmist ärikasumi marginaali. Ülehindamine on põhjustatud tavaliselt sellest, et finantsraskustes/pankrotieelses seisundis

¹⁰ Samasugust loogikat kasutab Konkurentsiamet tavametoodika puhul WACC arvutamisel, mille puhul kasutatakse nii laenu- kui ka omakapitali regulatiivse kulukuse määra arvutamisel alusnäitajana viimase viie aasta keskmist Saksamaa riigivõlakirjade tulusust.

olevad ettevõtted jätavad sageli aastaaruanded esitamata ja seega ei sisalda kättesaadavad andmed kõige kehvemate ettevõtete tulemusi.

1.4.2. Fundamentaalne lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks

Fundamentaalne lähenemine (*bottom-up approach*) on sisuliselt väga sarnane hinnaregulatsiooni tavametoodikaga, kuid selle asemel, et lähtuda kehtivates normatiivaktides ja juhendmaterjalides sätestatud printsiipidest ja reeglitest reguleeritava vara suuruse hindamisel, arvutatakse see lähtuvalt majandus- ja rahandusteoreetilistest printsiipidest võttes arvesse iga konkreetse ettevõtte eripärasid. Cambridge Economic Policy Associates Ltd raportis „*Power NI 2014 Price Review: Financeability and its implications for a required profit margin*“ on esitatud põhjalik mudel, kuidas seda lähenemist kasutada elektrienergia edasimüüja puhul. Oma mudelis eristavad nad nõ baaskapitali (*core capital*), mida ettevõtte igal juhul vajab, ning tingimuslikku kapitali (*contingent capital*), mida ettevõtte võib vajada mingite riskistsenaariumite realiseerumisel. Baaskapital on ettevõttesse pidevalt kaasatud, tingimuslik kapital võib aga eksisteerida ka nõ pangagarantiide vms vormis. Kapitali kulukuse määr baaskapitali ja tingimusliku kapitali puhul on tavaliselt erinev, olles tingimusliku kapitali puhul madalam (nt pangagarantii tasu suurus, kasutamata krediidi limiidi tasu vms). Vajaliku kapitalibaasi hindamiseks analüüsitakse igakuiseid rahavooge ja nende volatiilsust, käibekapitali vajadust, riskimaandamisinstrumentide kasutamist, tagatisvarade vajalikku suurust jne. Põhjendatud tulukuse hindamisel võetakse arvesse ka laenukapitali kaasamise võimalikkust ja tingimusi (*financeability*). Olles välja selgitanud põhjendatud ärikasumi suuruse (vahemiku) arvutatakse ettevõtte müügiprognooside alusel välja põhjendatud ärikasumi marginaali suurus (või selle vahemik). Olemuslikult on tegemist tavametoodika rakendamisega ning sisuliselt hinnatakse investeeritud kapitali põhjendatud tulukust, kuid vajalikku kapitalibaasi vaadeldakse tunduvalt laiemalt kui tavametoodika võimaldaks. Lõpptulemus esitatakse lubatava ärikasumi marginaali vormis.

Üheks fundamentaalse lähenemise erivormiks on **oodataval tulususel** (*expected return*) põhinev lähenemine, mille puhul konstrueeritakse ettevõtte väärtuse hindamise mudel ning valitakse selline käibemarginaal, mille korral mudelipõhise ettevõtte väärtuse muutus ajas vastaks nii investorite poolt võetava riski kui ka saadava tulususe parameetrite osas regulatiivse kapitali kulukuse määra parameetritele. Antud mudel tugineb suurel määral finantsvarade hindamise mudeli (CAPM) rakendamisele. Sellist mudelit on ühe variandina kasutatud nt SFG Consulting poolt koostatud raportis „*Estimation of the regulated profit margin for electricity retailers in New South Wales*“.

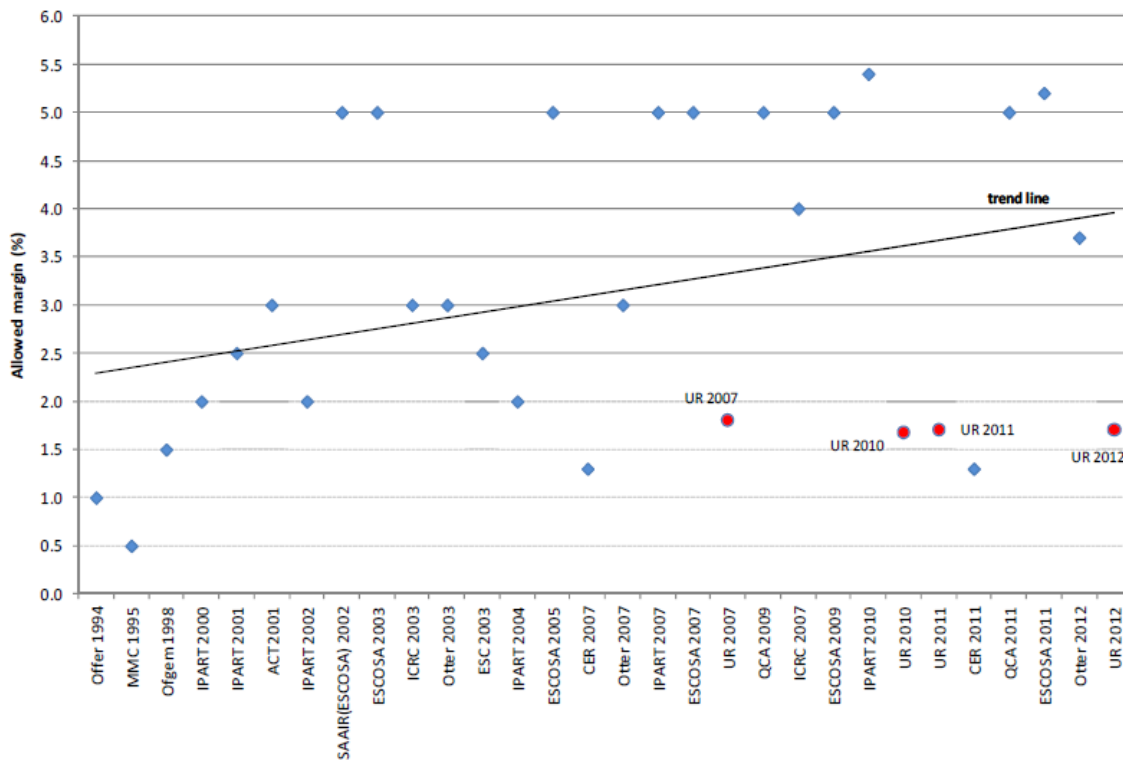
1.4.3. Regulatiivsel pretsedendil põhinev lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks

Regulatiivsel pretsedendil põhineva meetoodika puhul lähtutakse hinnaregulaatori(te) poolt varasemalt lubatud ärikasumi marginaalidest vastavas või võrreldavas sektoris. Ärikasumi marginaale on kasutatud mitmetes erinevates riikides väikese kapitalimahukusega monopoolsete või turguvalitsevat mõju omavate ettevõtete

teenuste või toodete hindade reguleerimisel (nt Austraalias, Uus-Meremaal, Suurbritannias, Iirimaal jt). Alljärgnevale joonisele on koondatud mõned näited regulaatorite poolt rakendatud marginaalide tasemest (vt joonis 1.6). Regulaatiivse pretsedendi kasutamisel tuleb aga tähelepanu pöörata järgmistele aspektidele:

- **Nõutavad tulumäärad on erinevates riikides erinevad** – arenenud ja kõrgema riigireitinguga riikides on need tavaliselt madalamad kui vähemarenenud ja madalama riigireitinguga riikides.
- **Nõutavad tulumäärad erinevate valuutade lõikes on erinevad** – nii näiteks oli 2017. aasta algul 10 aastase riigivõlakirja tulusus europõhiselt ca 0.35% aastas (Saksamaa riigivõlakiri), dollaripõhiselt ca 2.48% (USA riigivõlakiri), naelsterlingi põhiselt ca 1.18% (Suurbritannia riigivõlakiri) ning Austraalia dollari põhiselt ca 2.8% (Austraalia riigivõlakiri). Seosed eri valuutades väljendatud riskivabades tulumäärades kanduvad üle ka eri valuutades kajastatud tururiskipreemiatesse.
- **Nõutavad tulumäärad erinevatel aastatel on erinevad** – nii näiteks on Saksamaa riigivõlakirja tulusus alanenud 4.5%-lt (juuni 2008) 0.25%-ni (detsembris 2016).
- **Nõutavad tulumäärad erinevates sektorites on erinevad** – nõutav tulumäär sõltub sektori süstemaatilise riskitasemest, mistõttu regulaatori poolt lubatud käibemarginaal ühes sektoris ei pruugi olla ülekantav teise sektorisse.
- **Nõutavad tulumäärad erinevate regulatsioonimeetodikate puhul on erinevad**¹¹ – erinevad riigid võivad rakendada erinevaid regulatsioonimeetodikaid (nt kulupõhised meetodid, efektiivsusstiimulitel põhinevad meetodid ja kasumijaotusel põhinevad meetodid) ning kuna kasutatav regulatsioonimeetodika mõjutab hinnaregulatsioonidele alluvate ettevõtete riskitaset, ei pruugi ühes riigis kasutatav käibemarginaal olla põhjendatud teise riigi ja regulatsioonimeetodika kontekstis.
- **Erinevad regulaatorid võivad kasutada erinevaid käibemarginaale** (nt erinevad Austraalia hinnaregulaatorid kasutavad valdavalt EBITDA marginaale) ja riigiti võib mõnevõrra erineda ka erinevate finantsnäitajate sisu lähtuvalt selles riigis rakendatavatest arvestusprintsipidest (IAS vs US GAAP).

¹¹ Maailmapanga uurimus 1996. aastast leidis, et süstemaatiline risk on madalam kulupõhise hinnaregulatsiooni korral – madalam süstemaatiline risk tähendab aga madalamat oma- ja laenukapitali kulukuse määra ning seeläbi ka madalamat õigustatud tulukust ning tariifi (Alexander ja Irwin 1996).



Joonis 1.6. Erinevate regulaatorite poolt rakendatud marginaalid erinevates riikides 1994–2012 elektri sektoris (allikas: CEPA 2014, lk 33)

Ükski ülalootletud meetod ei ole vaba hinnangu- ja tõlgendusvigadest. Kuna erinevad meetodid lähtuvad erinevatest sisendandmetest, siis võimaldab mitme meetodi üheaegne kasutamine eeldatavasti vähendada sisendandmete võimalikest hindamisvigadest tulenevaid nihkeid lõpphinnangus. Erinevate meetodite kombineerimine on aga loomulikult ressursimahukam ning ei pruugi seetõttu teatud situatsioonides olla otstarbekas.

Lühikokkuvõte: Eestis rakendatakse hinnaregulatsioonile alluvate teenustega seotud mõistliku ärikasumi suuruse hindamisel reguleeritava vara bilansilisel väärtusel põhinevat lähenemist (nn tavametoodika), mis on igati sobilik sektorites ja ettevõtetes, kus sellise teenuse osutamiseks vajatakse suurel hulgal regulatiivse vara definitsioonile vastavat vara. See metoodika ei pruugi aga sobida väikese kapitalimahukusega ettevõtete puhul. Väike kapitalimahukus võib olla seotud asjaoluga, et kehtiv reguleeritava vara definitsioon ei võimalda reguleeritava varana vaadelda neid varasid, mida ettevõtte tegelikult vajab hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks. Siinkohal tuleks eelkõige mainida mõnede teenuste osutamiseks vajalikke tagatisvarasid ja selliseid immateriaalseid varasid, mida ettevõtte ei saa bilansis kajastada. Probleemiks võib osutuda ka regulatsioonides tavapäraselt lubatud tasemest suurem käibekapitali vajadus ning kasutusrendi kasutamine, kuid sellisel juhul näeb ka tavametoodika ette teatud lahendusvariante. Väikese kapitalimahukusega hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul on mitmed

välismaised konsultatsioonifirmad soovitanud kasutada käibemarginaalidel põhinevat mõistliku ärikasumi suuruse hindamist. Erinevatest käibemarginaalidest on kõige sobilikum ärikasumi marginaal, kuid ka selle näitaja puhul tuleb arvestada, et ettevõtete tegelikud ärikasumi marginaalid võivad liikuda WACC-ile vastupidises suunas ning ettevõtte müügitulu märkimisväärne suurenemine või vähenemine võib äritegevuse marginaalide põhise hinnakujunduse korral tekitada ettevõttele kas liiga suure kasumi või hoopis kahjumi ja suurendavad seega sellise ettevõtte riskitaset. Ärikasumi marginaalide hindamiseks on võimalik kasutada statistilist lähenemist, fundamentaalset lähenemist või regulatiivsel pretsedendil põhinevat lähenemist. Igaühel neist on oma puudused ja tugevused, mida tuleb nende kasutamisel arvesse võtta ning seetõttu võib hinnanguvigade vähendamiseks kasutada ka meetodite kombinatsiooni.

2. Ettevõtete kapitalimahukuse mõõtmise võimalused

Ettevõtte kapitalimahukus (*capital intensity*) iseloomustab seda, kui palju varasid vajab ettevõtte müügitulu teenimiseks. Juhul kui ettevõtte bilansis on vaid need varad, mida ettevõtte kasutab müügitulu genereerimiseks ehk investeeritud kapital võrdub varadega, siis kehtib järgmine seos:

$$(8) \quad ROIC = \frac{\text{Ärikasum}}{\text{Müügitulu}} \cdot \frac{\text{Müügitulu}}{\text{Varad}}$$

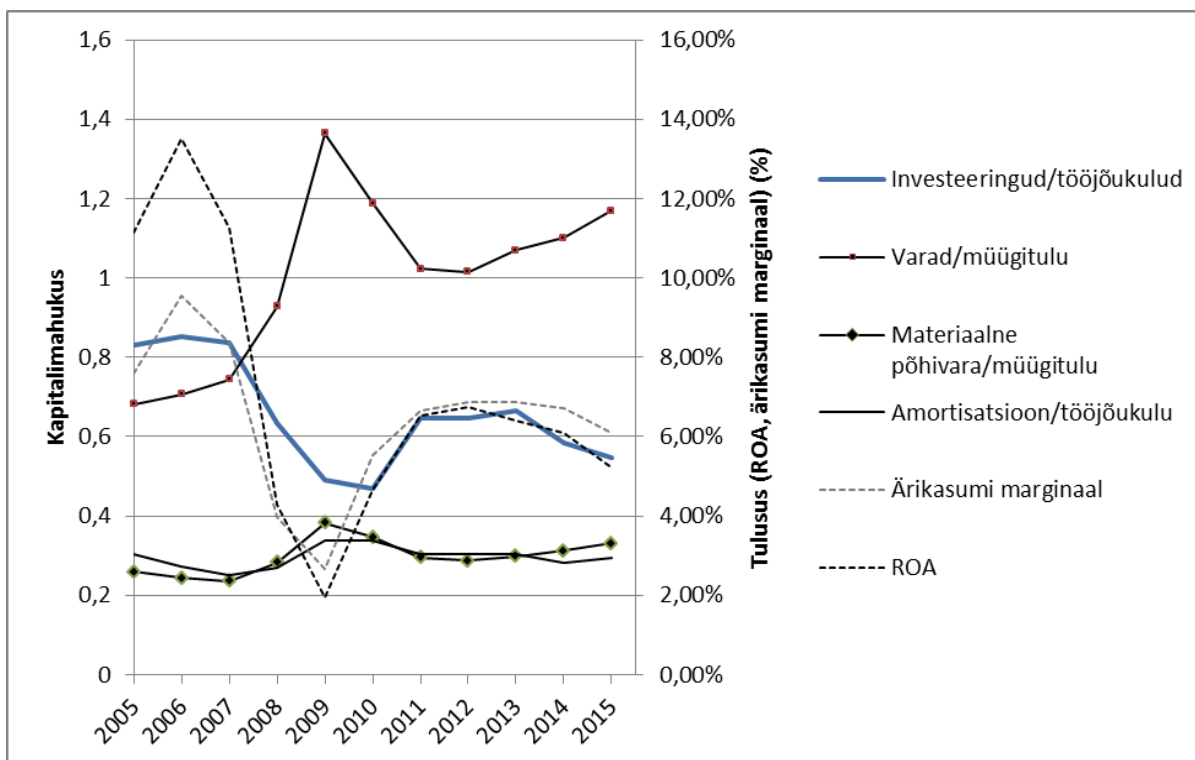
Valemis 8 esitatud korrutise teine liige (Müügitulu/Varad) kannab nime **varade käibekordaja** (*asset turnover ratio*) ja see on **kapitalimahukuse suhtarvu** (*capital intensity ratio*) pöördväärtus. Juhul kui kogu vara on vajalik müügitulu genereerimiseks, saab ettevõtte kapitalimahukust hinnata kas **varade käibekordaja** (mida suurem on kordaja, seda väiksem on ettevõtte kapitalimahukus) või **kapitalimahukuse suhtarvu** (mida suurem on suhtarv, seda kapitalimahukam on ettevõtte) alusel.

Kuna aga ettevõtted võivad omada ka sellist vara, mida äritegevuseks ja müügitulu genereerimiseks vaja pole (finantsinvesteeringud, mittevajalikud varud, mittevajalik põhivara), siis ei võrdu investeeritud kapital tavaliselt varadega. Siinkohal on võimalik lähtuda investeeritud kapitali definitsioonidest (vt alaptk 1.3) ning sõltuvalt situatsioonist mõõta kapitalimahukust kas ettevõttesse paigutatud kapitali (omakapital + laenukapital) või äritegevusse investeeritud varade (põhivara + äritegevuseks vajalik käibevara) alusel. Äritegevusse investeeritud varade alusel kapitalimahukuse hindamine on korrektsem, kuid probleemiks on asjaolu, et bilansis ei ole äritegevuseks vajalikud ja mittevajalikud varad eristatavad ning sellesisuline analüüs nõuab täiendavat infot ja näitajate korrigeerimisi.

Kitsamalt vaadatuna iseloomustab kapitalimahukus seda, kui palju vajab ettevõtte oma põhitegevuse jaoks materiaalseid varasid võrrelduna tööjõuga. Tüüpilisteks kapitalimahukateks tegevusaladeks on näiteks raudteetransport, lennufirmad, naftatootmine ja rafineerimine, telekommunikatsioon, keemiatööstus, elektrijaamad jms. Ka enamik hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetest vajavad suurel määral füüsilist kapitali oma tegevuse jaoks.

Lisaks kapitalimahukuse suhtarvule on kapitalimahukuse mõõtmiseks välja pakutud ka terve rida alternatiivseid suhtarve, nagu näiteks investeeringute suhe tööjõukuludesse, põhivara amortisatsiooni suhe tööjõukuludesse jt. Kahjuks seondub kõigi eelpool mainitud suhtarvude praktilise rakendamisega (eriti ettevõtte tasandil) erinevaid probleeme.

Alljärgnevalt on Eesti Statistikaameti andmetel vaadeldud erinevate tegevusalade kapitalimahukust nelja näitaja alusel: varad/müügitulu, materiaalne põhivara/müügitulu, põhivara kulum/töjõukulud ning investeeringud/töjõukulud. Alljärgneval joonisel 2.1. on esitatud nende näitajate ning ROA ja ärikasumi marginaali suurus ajavahemikus 2005-2016 kõigi tegevusalade agregeeritud finantsandmete alusel arvatuna.



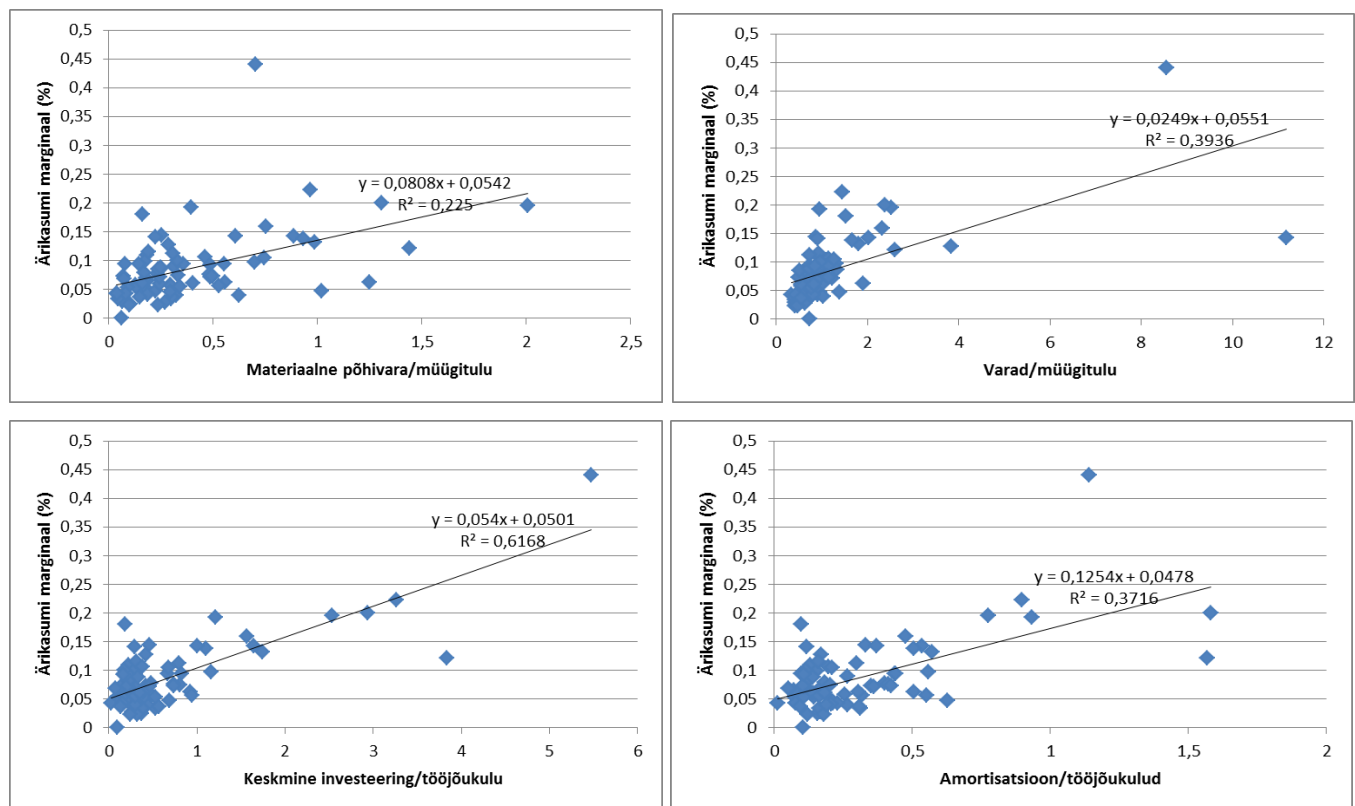
Joonis 2.1. Eesti ettevõtete agregeeritud kapitalimahukus erinevate näitajate alusel 2005-2015. (autorite arvutused)

Agregeeritud andmete alusel on näha, et Eestis on ettevõtete kapitalimahukus mõnevõrra kasvanud ja varade tulusus vähenenud. Erinevad tegevusalad on erineva kapitalimahukusega. Nii näiteks on kõrge kapitalimahukusega tegevusaladeks¹² kõigi nelja näitaja baasilt hinnatuna põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük (A), kinnisvara-alane tegevus (L), peakontorite tegevus (M70), veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus (E), elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine (D), rentimine ja kasutusrent (N77), veondus ja laondus (H), kunst, meelelahutus ja vaba aeg (R) ning mõned töötleva tööstuse valdkonnad, nagu näiteks joogitootmine (C11), paberi- ja pabertoodete tootmine (C17) ja koksi ja puhastatud naftatoodete tootmine (C19). Seevastu madala kapitalimahukusega tegevusteks (st sellisteks, mille puhul kõik neli kapitalimahukuse näitajat olid madalamad tegevusalade agregeeritud tasemest) olid näiteks ehitus (F), hulgi- ja jaekaubandus (G), posti- ja kulleriteenistus (H53), programmeerimine, konsultatsioonid (J60), kirjastamine (J58), reklaamindus ja turu-uuringud (M73), reisibüroode ja reisikorraldajate tegevus (N79), arvutite ja tarbesemete

¹² Kõrge kapitalimahukusega tegevusalaks loeti seda, mille vastav näitaja oli kõrgem kõigi tegevusalade agregeeritud tasemest.

remont (S95), aga ka mitmed töötleva tööstuse sektorid, nagu näiteks rõivatootmine (C14), elektriseadmete tootmine (C27), mööblitootmine (C31) jt. Oli ka selliseid sektoreid, mis mõne kapitalimahukuse näitaja baasilt hinnatuna oli pigem kapitalimahukas, kuid teiste osas mitte. Nii näiteks on kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus (M) madala kapitalimahukusega hinnatuna nii materiaalne põhivara ja müügitulu suhte, põhivara kulumi ja tööjõukulude suhte kui ka investeeringute ja tööjõukulude suhte alusel, kuid varade suhe müügitulusse on vaatlusalusel tegevusalal kõrgem kui Eesti ettevõtetel tervikuna. Põhjuseks võib olla asjaolu, et paljudel juhtudel kasutatakse Eestis ettevõtteid kui „hoiupõrsaid“ ning ettevõtte bilansis võib olla vara, mida põhitegevuseks vaja ei lähe.

Alljärgneval joonisel 2.2. on esitatud vaadeldava nelja kapitalimahukuse näitaja seos ärikasumi marginaaliga tegevusalade lõikes.



Joonis 2.2. Ettevõtte kapitalimahukuse seos ärikasumi marginaaliga sektorite lõikes 2005-2015.

Joonise 2.2 alusel saab järeldada, et kõrgem kapitalimahukus seondub üldjuhul ka kõrgema ärikasumi marginaaliga. Järgnevalt analüüsitakse kas kapitalimahukuse alusel saab otsustada, millist meetodit (kas investeeritud kapitalil või käibemarginaalis põhinevat) põhjendatud tulukuse hindamisel kasutada, kui regulatiivse kapitali kulukuse määra kasutamine (tavametoodika) mingil põhjusel pole võimalik või adekvaatne. Selleks vaadeldakse kumb meetod suudab täpsemini prognoosida tulevasi ärikasumite suurusi.

Kuna erinevates sektorites võivad ärimudelid olla erinevad analüüsiti esmalt kumb nimetatud meetoditest prognoosib valitud sektori ettevõtete müügitulu täpsemini¹³. Selleks jagati vaatlusalune ajaperiood (2005-2015) kaheks alamperioodiks. Esimese alamperioodi (2005-2011) andmete baasil arvutati iga valimisse kuuluva ettevõtte keskmine (mediaankeskmise alusel) ärikasumi marginaal ja ROIC, mille alusel prognoositi ärikasumi suurus teise perioodi (2012-2015) jaoks. Prognoosid koostati vastavalt valemitele:

$$(9a) \quad OP_{prog} = ROS_{1periood} \cdot Müügitulu_{2periood}$$

ja

$$(9b) \quad OP_{prog} = ROIC_{1periood} \cdot Varad_{2periood}$$

kus	OP _{prog}	ärikasumi prognoos,
	ROS _{1periood}	ärikasumi marginaali mediaankeskmise esimesel perioodil,
	ROIC _{1periood}	investeeritud kapitali ¹⁴ tulususe mediaankeskmise esimesel perioodil,
	Müügitulu _{2periood}	ettevõtte tegelik müügitulu teisel perioodil,
	Varad _{2periood}	ettevõtte tegelik varade maht teisel perioodil.

Seejärel arvutati välja hinnanguvea suurus, lahutades ettevõtte tegelikust ärikasumist vastavalt valemile 9a või 9b arvutatud prognoositav ärikasum ning kalkuleeriti keskmine ruutviga. Meetod, mille puhul on keskmine ruutviga väiksem, on vastava sektori ärikasumi prognoosimiseks sobivam. Analüüs teostati statistikapaketis Stata. Kokku analüüsiti 84 alamsektoris (analüüs teostati kahenumbrilise EMTAK 2008 sektori tasandil), kusjuures 45 sektoris saadi parem prognoositäpsus ärikasumi marginaali baasil ning 39 sektoris ROIC alusel hinnatuna (vt Lisa 4).

Seejärel arvutati välja erinevates alamsektorites tegutsevate ettevõtete kapitalimahukuse näitajate (kapitalimahukuse suhtarv ning materiaalse põhivara ja müügitulu jagatis) mediaankeskmised. Üllatuslikult selgus, et keskmiselt kõrgema kapitalimahukusega alamsektorites on võimalik täpsemaid ärikasumi prognoose teha ärikasumi marginaali abil ning madalama kapitalimahukusega sektorites osutusid ROIC alusel tehtud ärikasumi prognoosid täpsemaks (vt tabel 2.1).

Tabel 2.1. Kapitalimahukuse suhtarv ja meetodid ärikasumi prognoosimiseks

	Kapitalimahukuse suhtarvu mediaankeskmise	Materiaalse põhivara ja müügitulu jagatise mediaankeskmise
Alamsektorid, kus ärikasumi prognoosimisel tuleks eelistada ROIC põhist lähenemist.	0,21	0,23
Alamsektorid, kus ärikasumi prognoosimisel tuleks eelistada ärikasumi marginaali põhist lähenemist.	0,32	0,34

Allikas: autorite arvutused

¹³ Prognoosi täpsust hinnati keskmise ruutvea (*root mean square error*) alusel.

¹⁴ Tulenevalt informatsioonilistest piirangutest arvutati investeeritud kapitali tulusus ärikasumi ja koguvarade jagatisena.

Tabelis 2.1 esitatud tulemused viitavad vajadusele uurida alamsektorisiseselt kapitalimahukuse näitaja seost prognoosimeetodi täpsusega, kuna alamsektorite lõikes oli seos meetodite prognoositäpsuse ja kapitalimahukuse näitajate vahel mitteootuspärane. Alljärgnevalt ongi vaadeldud nelja sektori lõikes seost meetodite prognoositäpsuse ja ettevõtete kapitalimahukuse vahel. Valiti neli suure ettevõtete arvuga sektorit – neist kahes oli eelneva analüüsi põhjal mõistlik WACC-i põhise lähenemise mittesobivuse korral kasutada ROIC põhise lähenemist (puidutöötlemine, jaekaubandus) ning ülejäänutes tulnuks sellisel juhul eelistada käibemarginaali põhise lähenemist (metalltoodete tootmine, hulgikaubandus). Ettevõtted jagati kapitalimahukuse suhtarvu alusel detšiilidesse ja hinnati iga detšiili puhul kumb lähenemine (kas käibemarginaali põhine või ROIC põhine) on paremaks alternatiiviks WACC-i põhisele lähenemisele (vt tabel 2.2).

Tabel 2.2. Kapitalimahukuse mõju ärikasumi prognoosimeetodi täpsusele valitud sektorites.

Kapitalimahukuse grupp	Kumb meetod on prognoosimisel täpsem?			
	Jaekaubandus	Puidutöötlemine	Hulgikaubandus	Metalltoodete tootmine
1	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal
2	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal
3	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal
4	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal	Käibemarginaal
5	Käibemarginaal	ROIC	ROIC	Käibemarginaal
6	Käibemarginaal	ROIC	Käibemarginaal	Käibemarginaal
7	Käibemarginaal	ROIC	Käibemarginaal	Käibemarginaal
8	ROIC	ROIC	Käibemarginaal	Käibemarginaal
9	Käibemarginaal	ROIC	Käibemarginaal	ROIC
10	ROIC	ROIC	Käibemarginaal	Käibemarginaal

Allikas: Autorite koostatud

Analüüs näitas, et suurem kapitalimahukus toob kaasa ROIC-i põhise lähenemise prognoositäpsuse tõusu ning et isegi neis sektorites, kus WACC-i põhise lähenemise mittekasutamisel tuleks pigem eelistada ROIC-i põhise lähenemist, ei sobi see madala kapitalimahukusega ettevõtete puhul. Mingit konkreetset kapitalimahukuse suhtarvu taset, millest alates tuleks aga eelistada ROIC-i põhise lähenemist, pole võimalik välja tuua, kuna sektoraalsed erinevused ärimudelites on piisavalt suured.

Järgnevalt analüüsiti ärikasumi marginaali ja ROIC prognoositäpsust sõltuvalt kapitali intensiivsuse näitajast ilma ettevõteteid sektoraalselt eristamata. Selleks jaotati valim vastavalt kapitaliintensiivsuse näitajale 20 võrdse suuruseks gruppiks ning analüüsiti kumb meetod (ROIC vs ärikasumi marginaal) ärikasumi prognoosimiseks annab väiksema prognoosiveaga ennustused. Kapitaliintensiivsuse näitaja arvutamiseks kasutati nii kapitalimahukuse suhtarvu kui ka regulatiivset kapitalimahukuse suhtarvu, mille puhul põhitegevuseks vajalikud varad koosnesid ettevõtte põhivarast ja käibevarast, mille vajalikuks suuruseks hinnati 5% müügitulust. Saadud tulemused viitasid üheselt sellele, et eelmiste perioodide ärikasumi marginaali põhine ärikasumi prognoos oli enamikes gruppides

väiksema prognoosiveaga (vt Lisa 5 ja 6) kui ROIC põhine. Sellest ei saa ega tohi järeldada aga, et põhjendatud tulukuse hindamine peaks lähtuma ärikasumi marginaalist. Põhjendatud tulukus sisuks on pakkuda adekvaatseks kompensatsiooni võetud riskide eest. Võrdlusettevõtete realiseerunud tulususe näitajad võivad aga liikuda ka põhjendatud tulukusele vastupidises suunas ning olla tingitud erinevatest turutõrgetest või omandatud ajutisest monopoolsest seisundist (nt patendid) jms. Kuna enamik ettevõtteid ja tegevusalasid on protsüklilised, siis suurenevad nende tulusused heades majandustingimustes, kus nii riskitase kui ka investorite riskikartlikkus (ja seega ka nõutavad tulumäärad) on keskmisest väiksemad ja vastupidi. Nii näiteks olid 2009. aastal nii riskivabad tulumäärad kui ka riskipremiad (ja seega ka investorite nõutavad tulumäärad) tunduvalt kõrgemad kui 2015. aastal, kuid enamike sektorite kasumlikkus (nii ROIC kui ka ärikasumi marginaali kaudu mõõdetuna) oli 2009. aastal tunduvalt madalam kui 2015 aastal. Seetõttu peaks põhjendatud tulukuse hindamisel lähtuma võimaluse korral alati WACC-i tasemest, mitte aga võrreldavate ettevõtete ärikasumi marginaalidest või ROIC tasemetest – üksnes juhul kui WACC põhine lähenemine ei ole võimalik või ei anna adekvaatset tulemust (nt seoses vaadeldava ettevõtte madala kapitalimahukusega), tasub nii regulatiivsetel kui ka konkurentsipoliitilistel eesmärkidel lähtuda võrdlusettevõtete tegelikest näitajatest. Teostatud analüüsid näitasid, et võrdlusettevõtete näitajate põhise lähenemise kasutamisel tasuks enamasti eelistada ärikasumi marginaali.

Lühikokkuvõte: Majandusteooria kohaselt peaks vaba konkurents tooma kaasa olukorra, kus ettevõtte kapitali tulusus võrdub pikaajalises plaanis kapitali kulukusega (ehk $ROIC \approx WACC$). Seetõttu tuleks nii regulatiivsetel kui ka konkurentsipoliitilistel eesmärkidel ettevõtte põhjendatud või mõistliku tulukuse hindamisel juhinduda eelkõige WACC põhisest lähenemisest. Juhul kui see mingil põhjusel pole võimalik või mõistlik, võib põhjendatud tulukuse hindamisel võtta aluseks kas võrdlusgrupi ettevõtete keskmised tegelikud ROIC või ärikasumi marginaalid. Käesoleva raporti koostamiseks läbiviidud analüüsid näitasid, et ärikasumi marginaalide kasutamine annab enamikes sektorites väiksema prognoosiveaga ärikasumi ennustuse ning seda tuleks üldjuhul eelistada ROIC kasutamisele. Kapitalimahukuse tase arvutatuna erinevate meetodite alusel ei mõjutanud märkimisväärselt ärikasumi marginaali ja ROIC põhise prognoosimise ennustustäpsust ning ei saa üheselt väita, et madala kapitalimahukusega sektorites peaks kasutama ärikasumi marginaali ja kõrge kapitalimahukusega sektorites ROIC põhist lähenemist.

3. Käibemarginaali suuruse arvutamise võimaluste analüüs

3.1. Tegevusala ja ärikasumi marginaal

Sektoraalselt tuleks võrdlusgrupp valida hinnatavale ettevõttele võimalikult sarnane – erinevate sektorite ärimudelid on erinevad ja sellest tulenevalt on erinevad ka eri sektorite ärikasumi marginaalid. Alljärgnevas tabelis 3.1. on esitatud ärikasumi marginaalid erinevate sektorite ja aastate lõikes.

Tabel 3.1. Eesti ettevõtete ärikasumi marginaali mediaankeskmised ajavahemikus 2005-2015

Sektor	Ärikasumi marginaal			Aasta
	sektorite lõikes 2005-2015	2005-2015 kõik sektorid	aastate lõikes kõik sektorid	
A Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük	8,3%	3,5%	4,00%	2005
B Mäetööstus	7,6%		4,79%	2006
C Töötlev tööstus	3,9%			
D Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	3,9%		4,64%	2007
E Veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus	5,3%			
F Ehitus	3,6%		2,53%	2008
G Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	2,5%			
H Veondus ja laondus	3,8%		1,23%	2009
I Majutus ja toitlustus	1,3%			
J Info ja side	5,5%		2,86%	2010
K Finants- ja kindlustustegevus	11,0%			
L Kinnisvaraalane tegevus	4,9%		4,03%	2011
M Kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus	5,6%			
N Haldus- ja abitegevused	4,0%		3,78%	2012
O Avalik haldus ja riigikaitse, kohustuslik sotsiaalkindlustus	na			
P Haridus	4,5%		3,54%	2013
Q Tervishoid ja sotsiaalhoolekanne	5,9%			
R Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	3,0%		3,14%	2014
S Muud teenindavad tegevused	1,7%			
T Kodumajapidamiste kui tööandjate tegevus	na		3,41%	2015
U Eksterritoriaalsete organisatsioonide ja üksuste tegevus	na			

Tabelist 3.1. näeme, et kuigi ka aastate lõikes on ärikasumi marginaalid varieeruvad ning parima aasta tulemus (4.79% 2006 aastal) ületab halvima aasta (1.23% 2009 aastal) tulemuse pea neljakordselt, on marginaalid ajas suhteliselt vähemvariatiivsemad kui tegevusalade lõikes, kus kõige kõrgema ärikasumi marginaaliga sektor (finants- ja kindlustustegevus) vastav näitaja (11%) ületab madalaima ärikasumi marginaaliga sektori (majutus ja toitlustus) ärikasumi marginaali (1.3%) üle kaheksa korra. Vaatleme sektoraalse täpsuse olulisust advokaadibüroode (EMTAK 69101) näitel. Advokaadibüroode tegevus kuulub EMTAK tegevusala M (kutse-,

teadus- ja tehnikaalane tegevus), ossa 69 (juriidilised toimingud ja arvepidamine), alamjaotusesse 691 (juriidilised toimingud). Alljärgnevas tabelis 3.2. on käesolevas raportis kasutatud kohandatud (erinditest puhastatud) valimi baasil arvatud ärikasumi marginaalid ülalmainitud tegevusala ja selle alamjaotuste lõikes.

Tabel 3.2. Ärikasumi marginaali mediaankeskmise Eestis 2005-2015

	EMTAK kood					Halvim ja parim aasta (96101)
	Koguvalim	M	69	691	69101	
Ärikasumi marginaal	3.5%	5.6%	8.8%	15.3%	14.6% ¹⁵	10.8% (2005) – 18.4% (2014)

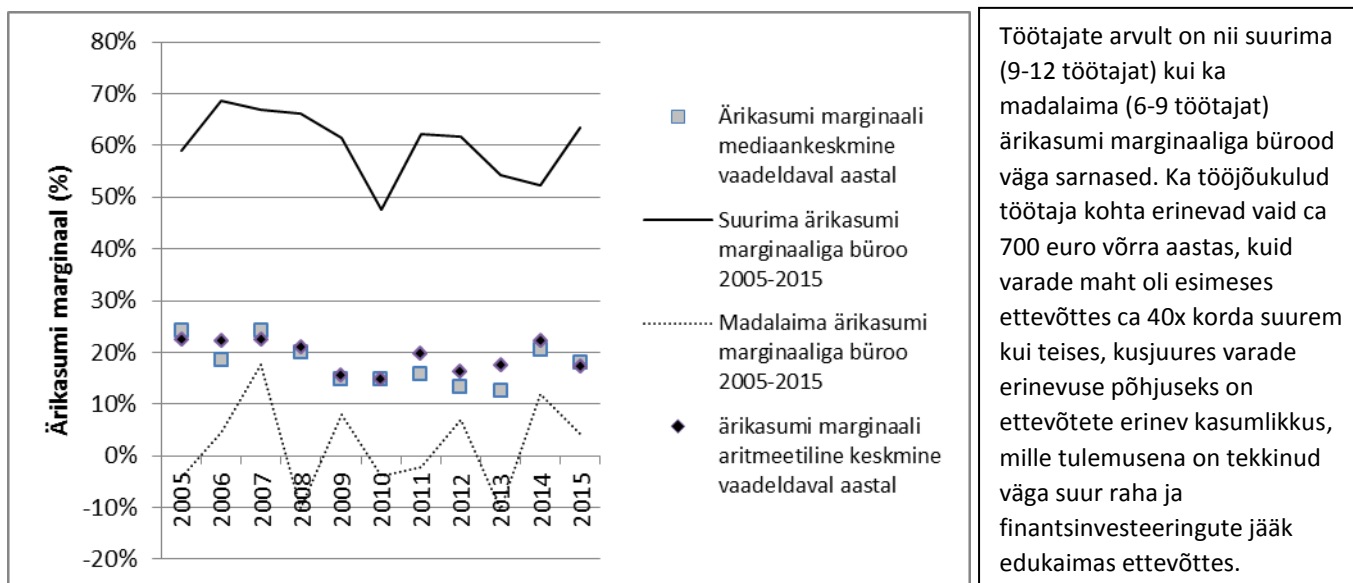
Tabelist 3.2. on ilmekalt näha, et kui kasutada advokaadibüroode käibemarginaali hindamiseks tegevusala (M) või selle osa (69) mediaan käibemarginaali, siis alahindaksime oluliselt advokaadibüroode mediaantulusust. Tabelist nähtub ka, et isegi halvimal aastal teenisid advokaadibürood mediaantootlust, mis ületas kolmekordselt kohandatud üldvalimi mediaantootlust ning ca kahekordselt vastava tegevusala mediaantootlust üle kogu vaadeldava perioodi. Kindlasti on ka tegevusalasid, kus need erinevused alamjaotuste vahel ei pruugi nii suured olla, kuid hindamisvigade vähendamise eesmärgil oleks siiski otstarbekas kasutada võimalusel sama EMTAK-i koodiga võrdlusettevõtete gruppi.

Kuid ka EMTAK-i viiekohase koodi siseselt on ettevõtete tulemuslikkus vägagi erinev. Alljärgneval joonisel 3.1. on vaadeldud üksnes neid advokaadibüroosid, mille kohta on olemas andmed kõigi¹⁶ vaadeldavate aastate kohta (selliste advokaadibüroode arv oli 22). Joonisel on toodud kõige kõrgema ärikasumi marginaaliga büroo aastatel 2005-2015, mille agregeeritud ärikasumi ja müügitulu baasil arvatud ärikasumi marginaal oli vaadeldaval perioodil ca 60% aastas ning madalaima ärikasumi marginaaliga büroo aastatel 2005-2015, mille agregeeritud ärikasumi ja müügitulu baasil arvatud ärikasumi marginaal oli vaadeldaval perioodil ca 3% aastas¹⁷. Lisaks neile kahele ettevõttele on joonisel kujutatud ka iga aasta mediaankeskmise ja aritmeetiline keskmine ärikasumi marginaal, mis arvatud vaadeldavaid advokaadibüroosid sisaldava valimi näitajate baasil. Toodud näide kinnitab, et isegi ühe tegevusala kõige väiksema eristatava alaosa lõikes on ettevõtete ärikasumi marginaalid väga erinevad, kusjuures madalaima ja kõrgeima marginaaliga ettevõtete vaheline erinevus on ca kahekümnekordne.

¹⁵ * Kohandamata koguvalimi puhul oli selleks aga 17%, mis näitab ilmekalt, et ka see, kuidas üldvalimit puhastada erinditest võib mõjutada ärikasumi marginaali mediaankeskmist ja sellel põhinevaid hinnanguid.

¹⁶ Lubatud on ühe aasta andmete puudumine aegreast

¹⁷ Siinkohal tasub märkida, et tegemist oli aastatel 2005-2015 jätkuvalt iseseisvalt tegutsevate advokaadibüroode hulgas minimaalse ärikasumi marginaaliga ettevõttega. Nii mitmedki bürood vaadeldaval perioodil lõpetasid oma tegevuse iseseisva äriühinguna.



Töötajate arvult on nii suurima (9-12 töötajat) kui ka madalaima (6-9 töötajat) äriksumi marginaaliga bürood väga sarnased. Ka tööjõukulud töötaja kohta erinevad vaid ca 700 euro võrra aastas, kuid varade maht oli esimeses ettevõttes ca 40x korda suurem kui teises, kusjuures varade erinevuse põhjuseks on ettevõtete erinev kasumlikkus, mille tulemusena on tekkinud väga suur raha ja finantsinvesteeringute jääk edukaimas ettevõttes.

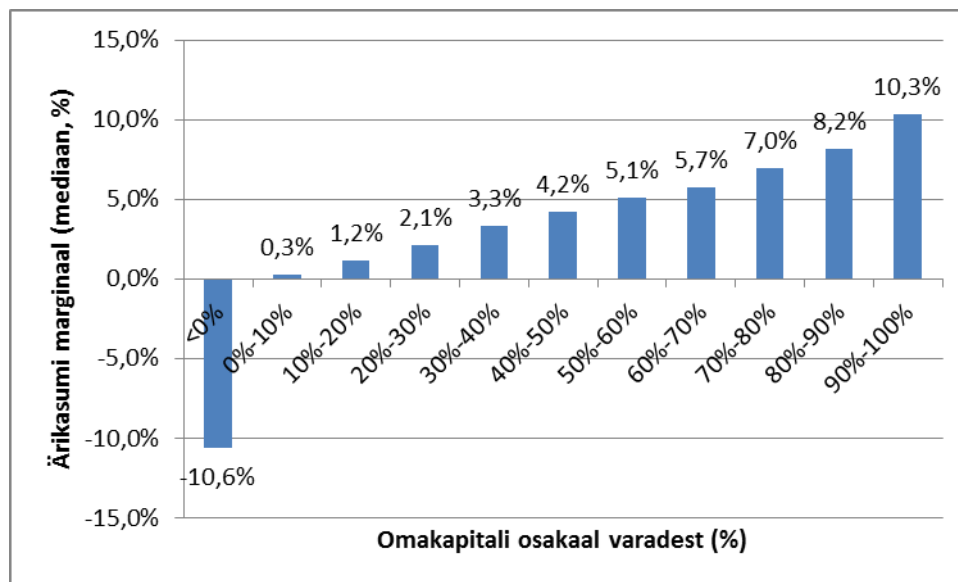
Joonis 3.1. Aastatel 2005-2015 pidevalt tegutsenud EMTAK koodiga 69101 ettevõtete äriksumi marginaalid

Käibemarginaalide erinevus tegevusalade lõikes on piisavalt suur ning seetõttu on soovitatav kasutada hinnatavale ettevõttele võimalikult sarnase tegevusalaga ettevõtete võrdlusgruppi. Kuna isegi ühe tegevusala lõikes on käibemarginaalide varieeruvus suur ning eksisteerib selgelt pikaajaliselt edukamaid ja ebaedukamaid ettevõtteid võib olla mõistlik valimi täiendav kitsendamine muude ettevõtet iseloomustavate karakteristikute alusel.

3.2. Finantsvõimendus ja äriksumi marginaal

See, kuidas ettevõtte finantseerib oma tegevusi, võib teatud juhtudel mõjutada ettevõttelt nõutava tulunormi suurust. Peamisteks finantseerimisest tulenevateks kapitali kulukuse määra mõjuriteks loetakse laenukapitaliga seonduvat **maksukilpi** (*tax shield*) ning finantsvõimenduse kasvust tingitud oodatavate **finantsraskustega seonduvate kulude** (*financial distress costs*) suurenemist. Lisaks sellele mõjutab laenukapitali kasutamine huvide konfliktidest (aktsionärid vs võlausaldajad; palgalised juhid vs aktsionärid) tingitud kulusid ettevõttes ning ettevõtete finantsilist paindlikkust. Eesti tulumaksusüsteemi tingimustest ei anna laenukapitali kasutamine ettevõttele ja selle omanikele maksueelset ning kuna enamik ettevõtteid on kas juhitud omanike poolt või tuumikaktsionäri kontrolli all, ei ole märkimisväärne ka huvide konflikt omanike ja juhtkonna vahel, mille vähenemisele laenukapitali kaasamine teoreetiliselt võiks kaasa aidata. Küll aga kaasnevad finantsraskustesse sattumisega teatud kulud ning eksisteerib selge huvide konflikti võimalus aktsionäride ja võlausaldajate vahel. Seega võiks eeldada, et finantsvõimenduse kasv pigem suurendab kapitali kulukuse määra Eesti ettevõtetes. Suurem nõutav tulumäär peaks viima ka kõrgema keskmise tegeliku tulususeni, kuid praktikas ei pruugi see mitmetel põhjustel nii olla, sh siis kui tulemuslikkust hinnatakse raamatupidamislike näitajate alusel.

Eesti ettevõtetes eksisteerib väga ühene positiivne seos ärikasumi marginaali ning omakapitali kasutamise määra vahel – ettevõtteid, mis finantseerivad oma varasid peamiselt omakapitali arvel, iseloomustab kõrgem ärikasumi marginaal (vt joonis 3.2). Kuna on võimalik, et kõrgema tulususega tegevusalasid iseloomustab suurem omakapitali osakaal ning et see seos omakapitali kasutamise määra ja ärikasumi marginaali vahel tuleneb pigem tegevusalade tulususte erinevusest, vaadeldi lisas 1 seost omakapitali kasutamise määra ja ärikasumi marginaali vahel tegevusalade lõikes. Suurema vaatluste arvuga (st olulisemates) sektorites oli seos omakapitali kasutamise määra ja ärikasumi marginaali vahel sama üheselt lineaarselt kasvav kui joonisel 3.2. Väiksema vaatluste arvuga sektorites oli seos küll positiivne, kuid hajuvus suurem ning järelduste tegemine seetõttu keerulisem.



Joonis 3.2. Ärikasumi marginaali mediaankeskmise seos omakapitali osakaaluga varadest (Autorite arvutused)

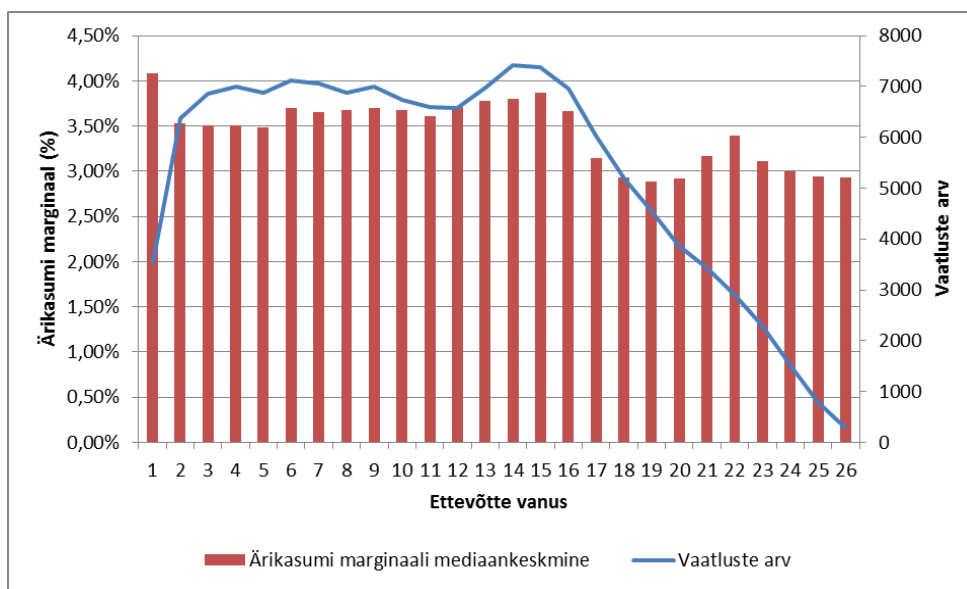
Kuna rahandusteoreetiliselt puudub põhjendus, miks Eesti õigus- ja majanduskeskkonnas peaks suurem omakapitali osakaal viima kõrgema tulemuslikkuseni, siis on tõenäoline, et joonisel 3.2 kirjeldatud seose põhjuslik tagapõhi peitub hoopis selles, et finantsiliselt edukamatel (st kõrgema ärikasumi marginaaliga) ettevõtetel on võimalik oma varade finantseerimiseks kasutada suuremal määral sisemist omakapitali. Teisisõnu järgivad Eesti ettevõtted oma tegevuse finantseerimisel finantshierarhia teooria kohast finantseerimisallikate paremusjärjestust. **Eelnevast tulenevalt pole sobiva võrdlusettevõtete valimi koostamisel põhjendatud ärikasumi marginaali suuruse hindamiseks vaja arvestada hinnatava ettevõtte finantsvõimenduse (või omakapitali kasutamise määra) suurust.**

3.3. Ettevõtte vanus ja ärikasumi marginaal

Ettevõttega seonduv kogurisk sõltub suurel määral ettevõtte elutsükli faasist. Ettevõtte elutsükli algfaasides (seemnefaasi, stardifaas, varajase kasvu faas ning kiire kasvu faas) on riskitase märgatavalt kõrgem kui elutsükli

hilisemates etappides (stabiilse kasvu faas, stabiilsusfaas). Sestap nõuavad rahastajad (äriinglid, riskikapitalifondid) ettevõtte elutsükli esimestes faasides investeerimisel märgatavalt kõrgemat tulusust kui hilisemate faaside rahastajad (Smith ja Smith 2005). Enimkasutatud teoreetilised mudelid nõutava tulumäära hindamiseks (sh CAPM ja selle modifikatsioonid) on mõeldud elutsükli hilisemates faasides olevate ettevõtete jaoks ning ei sisalda seetõttu mingitki riskipremiat seoses ettevõtte vanusega. Ettevõtete tegelik finantstulemuslikkus peaks teoreetilistele allikatele tuginedes olema aga parem ettevõtte elutsükli hilisemates faasides. Varajasi faase peaks iseloomustama suhteliselt madal müügitulu ning suured tegevuse käivitamise- ja laiendamisega seotud kulud, mistõttu on sellised ettevõtted sageli kahjumis. Negatiivsed rahavood ja äritegevuse kahjum on ka üheks põhjuseks, miks sellised ettevõtted vajavad täiendavat välist finantseerimist.

Käesolevas uurimuses kasutatakse valimit, milles sisalduvad üksnes ettevõtted, kus töötajate arv on vähemalt viis inimest. Välja on jäetud ka need vaatlused, kus ettevõttel puudub müügitulu. Seos ärikasumi marginaali mediaanväärtuse ja ettevõtte vanuse vahel on koostatud valimis üsna nõrk (vt joonis 3.3) ning viitab pigem sellele, et elutsükli varajasemas faasides olevate ettevõtted saavad rakendada kõrgemaid marginaale.



Joonis 3.3. Ärikasumi marginaali mediaankeskmise seos ettevõtte vanusega

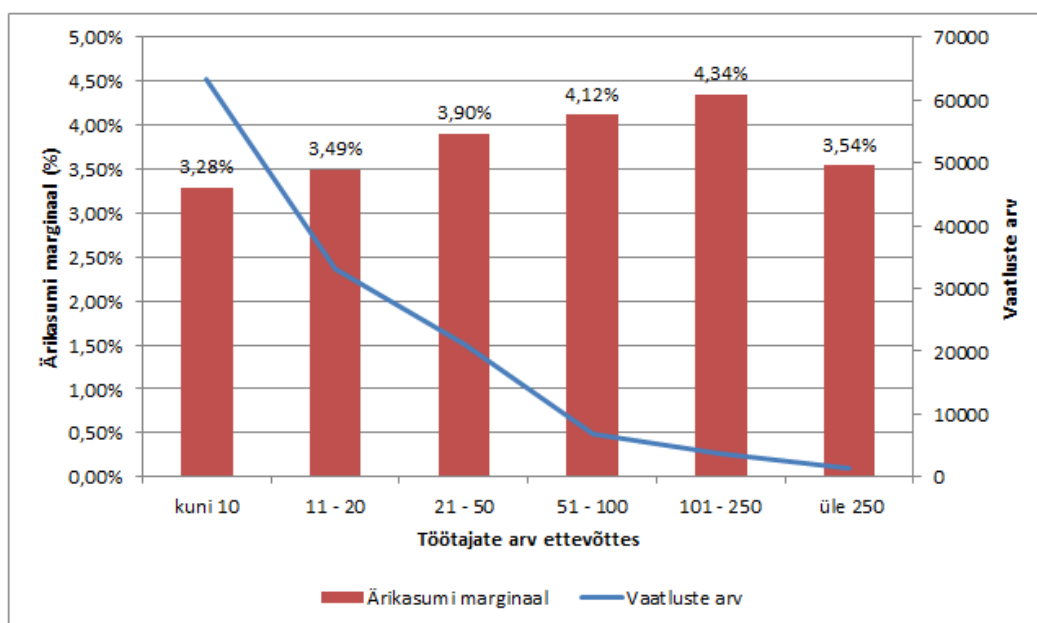
Asjaolu, et ärikasumi marginaali mediaankeskmine on suhteliselt nõrgalt seotud ettevõtte vanusega, ei viita vajadusele põhjendatud ärikasumi marginaali suuruse hindamiseks sobiva võrdlusettevõtete valimi koostamisel lähtuda hinnatava ettevõtte vanusest.

3.4. Ettevõtte suurus ja ärikasumi marginaal

Omakapitalilt nõutava tulususe arvutamisel lisatakse sageli klassikalise finantsvarade hindamise mudeli (CAPM) baasil arvutatud tulumäärale nn väikefirma riskipremia (*small-cap risk premium*). Uurimused on näidanud, et

väiksemaid ettevõtteid iseloomustab kõrgem riskitase ning väiksemate börsiettevõtete aktsiate tulusus on kõrgem kui suuremate oma. Sisulise argumentatsioonina väikefirma riskipremia toetuseks on välja toodud nii väikeettevõtete tulude suuremat volatiilsust, juhtimisotsuste madalamat kvaliteeti, suuremaid kulusid täiendava kapitali hankimisel, aktsia madalamat likviidsust jms. Kuigi nii mõnedki rahandusteadlased (Damodaran 2013) ei pea väikefirma riskipremia rakendamist õigustatuks või ei pea seda õigustatuks hinnaregulatsiooni kontekstis (McKenzie ja Partington 2013), kasutatakse praktikas väikefirma riskipremiat siiski üsna laialdaselt (Ibbotson® SBBI® Valuation Yearbook). Nii näiteks oli 2012. aastal Ibbotsoni andmetel nende ettevõtete, mille suurus jäi vahemikku ühest miljonist kuni 86 miljoni USA dollarini, väikefirma riskipremia ca 11.8% ja nendel ettevõtetel, mille turukapitalisatsioon oli vahemikus 87-129 mln USD, ca 8.9%. Ka rahandusteadlaste poolt laialdaselt tunnustatud Fama ja French'i kolme-faktorilises mudelis osutus ettevõtte suurus oluliseks riskifaktoriks, mis mõjutas omanike nõutavat tulunormi.

Alljärgnevalt on analüüsitud ärikasumi marginaali seost ettevõtte suurusega. Kuna ettevõtte suurust on võimalik hinnata mitme teguri alusel (töötajate arv, varade maht, müügitulu suurus), on raportist esitatud ärikasumi marginaali seosed iga ülaltoodud suuruse indikaatoriga.

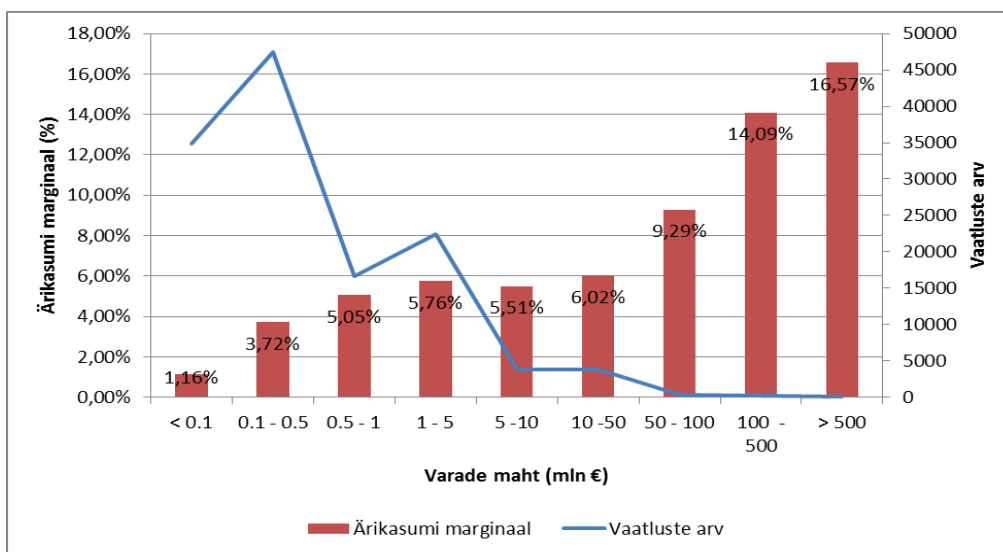


Joonis 3.4. Ärikasumi marginaali seos ettevõtte suurusega (mõõdetuna töötajate arvu baasil) 2005-2015

Mõõtes ettevõtte suurust töötajate arvu alusel, on seos ärikasumi marginaali ja ettevõtte suuruse vahel suhteliselt nõrk, kuid pigem positiivne (vt joonis 3.4). Kuni 10 töötajaga ettevõtetes on marginaalid madalamad kui ülejäänud ettevõtetes ning kõrgeim on marginaal ettevõtetes suurusega 101-250 töötajat. Üle 250 töötajaga ettevõtetes on ärikasumi marginaali mediaankeskmise veidi madalam kui keskmise suurusega ettevõtetes.

Erinevused ärikasumi marginaalides on aga suurusgruppide lõikes suhteliselt tagasihoidlikud jäädes ca 1 protsendipunkti piirsesse.

Mõõtes ettevõtte suurust varade mahu alusel, ilmneb tugev positiivne seos ärikasumi marginaali ja ettevõtte suuruse vahel (vt joonis 3.5). Ärikasumi marginaali mediaanväärtus ettevõtetes, mille varade maht ületab 500 mln eurot, on üle 10 korra suurem, kui vastav näitaja alla 0.1 mln euro ulatuses varasid omavates ettevõtetes¹⁸. Kuna seos on vastupidine teorias esitatud (ja väärtpaperiturundmetel kehtiva) seaduspärasusega, tuleb siinkohal nentida, et ärikasumi marginaal ei suuda adekvaatselt kajastada (ega kompenseerida) ettevõtte väiksusest tulenevaid riske ning mastaabiefekti olemasolu mitmetes sektorites võib olla põhjuseks, miks tegelik finantstulemuslikkus on parem suuremates ettevõtetes. Automatiseerimine ja tänapäevaste tehnoloogiate kasutuselevõtt võimaldab kulude olulist kokkuhoidu, kuid eeldab sageli suuremahulisi investeeringuid.



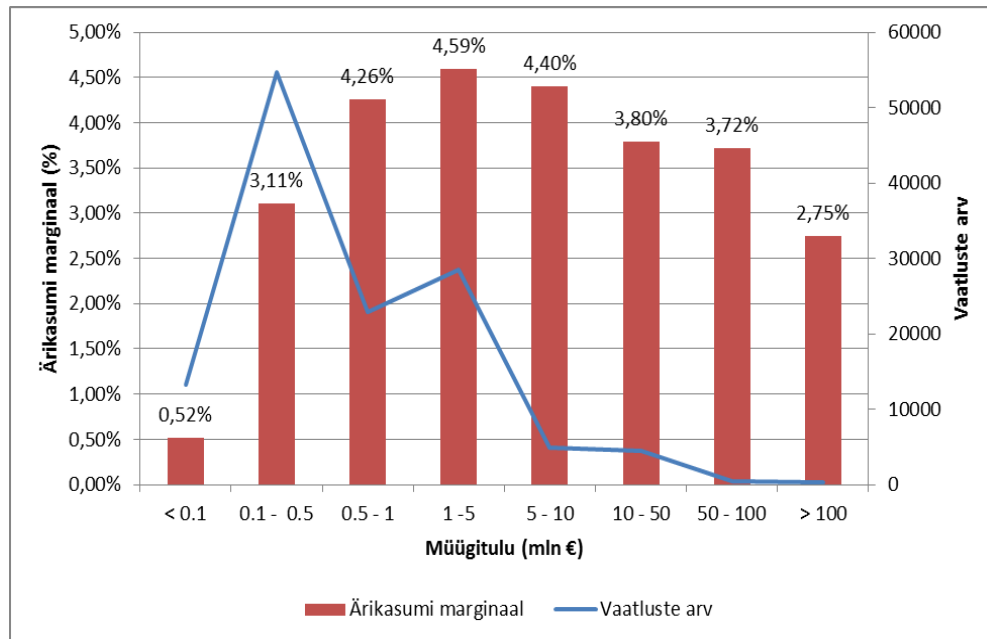
Joonis 3.5. Ärikasumi marginaali seos ettevõtte suurusega (mõõdetuna varade mahu baasil) 2005-2015

Tööstusharuti võib pilt olla üsna varieeruv – näiteks töötlevas tööstuses (tegevusala C) ning veonduses ja laonduses (tegevusala H) ning info ja sidevaldkonnas (tegevusala J) on pilt sarnane joonisel 3.5 esitatuga, seevastu näiteks ehituses (tegevusala F), jae- ja hulgikaubanduses (tegevusala G) ning põllumajanduse, metsamajanduse ja kalapüügi valdkonnas (tegevusala A) on kõrgeimad marginaalid just keskmise suurusega ettevõtetel, mis võib viidata ka nõ ettevõtte (sektoripõhisele) optimaalse suuruse olemasolule.

Mõõtes ettevõtte suurust müügitulu alusel ilmneb tagurpidi U-kujuline seos ärikasumi marginaali mediaankeskmise ja ettevõtte suuruse vahel (vt joonis 3.6). Ärikasumi marginaali mediaankeskmise on kõige

¹⁸ Siinkohal tuleb märkida, et vaatluste koguarv kolmes suurimas suurusklassis on väga väike (kokku kolme suurusgrupi kohta ca 600 vaatlust, kuid ka kolme väikseima suurusklassi baasilt on näha väga selge positiivne seos ärikasumi marginaali ja ettevõtte suuruse vahel.

suurem ettevõtetes, mille aastane müügitulu on vahemikus 1 - 5 mln euron. Alla 0.1 mln euro suuruse müügituluga ettevõtetes on aga ärikasumi marginaal kordades väiksem kui teistes suurusgruppides. Seega tuleb ka siinkohal nentida, et ärikasumi marginaal ei suuda adekvaatselt kajastada (ega kompenseerida) ettevõtte väiksusest tulenevaid riske.



Joonis 3.6. Ärikasumi marginaali seos ettevõtte suurusega (mõõdetuna müügitulu baasil) 2005-2015

Ärikasumi marginaal, olles tegelikku finantsilist tulemuslikkust kirjeldav raamatupidamislik näitaja, ei suuda kajastada ettevõtte väiksusest tuleneva riskitaseme kompenseerimiseks vajalikku riskipreemiat ja ei sobi selles mõttes asendama kapitali kulukuse määra põhist lähenemist tavaetvõttelt nõutava ärikasumi prognoosimisel. **Loomulikes monopolides ja hinnaregulatsiooni tingimustes ei ole ettevõtte väiksusest tingitud riskid samad kui ettevõtetes, mis tegutsevad täiusliku konkurentsi tingimustes ja reguleerimata turul. Seetõttu ei sisalda Konkurentsiameti poolt rakendatav tavametoodika (täpsemalt WACC arvutamiseks kasutatav lähenemine) kompensatsiooni ettevõtte väiksusest tingitud riskidele katmiseks ja sestap pole ka käibemarginaalide rakendamisel hinnaregulatsiooni kontekstis vajalik võrdlusvalimi koostamisel arvestada ettevõtte suuruse faktoriga.**

3.5. Ettevõtte asukohariik ja ärikasumi marginaal

Eelnev analüüs näitas, et käibemarginaalide erinevus tegevusalade lõikes suur ning seetõttu on soovitatav kasutada hinnatavale ettevõttele võimalikult sarnase tegevusalaga ettevõtete võrdlusgrupp. Hinnaregulatsioonile alluvad või turguvalitsevas seisundis olevad ettevõtted on aga oma ärimudeli ning äritegevuse loogika poolest

tuntavalt erinevad teistest, konkurentsitihedal turul tegutsevatest, ettevõtetest. Nii ei pruugi siseriiklikult piisavalt sarnase võrdlusgrupi koostamine võimalikuks osutuda. Näiteks universaalse postiteenuse osutamine kuulub EMTAK 2008 alusel tegevusalasse H53101. Äriregistri andmetel kuulub sellesse tegevusalasse veidi üle saja ettevõtja, kuid enamik neist on mikroettevõtted ja FIE-d, mis omal ajal hakkasid pakkuma postiteenuseid mingis väikeses piirkonnas ja mille asutajateks olid endised Eesti Posti töötajad¹⁹. Suuremaid, enam kui viie töötajaga, ettevõtteid on selles tegevusalas vaid 4-5, sh ka universaalset postiteenust osutav AS Eesti Post (Omniva) ise. Hoolimata kuulumisest samasse tegevusalasse pole ettevõtted omavahel võrreldavad. Nii näiteks kuulub sellesse tegevusalasse ettevõtte, mille põhitegevusaladeks on aastaaruande kohaselt rehvide, velgede ja autovaruosade müük ning posti-ja veoteenuse osutamine²⁰. Tegevusalasse H53101 kuulub Äriregistri andmetel ka ettevõtte, mille põhitegevusaladeks aastaaruande kohaselt on jaekaubandus ja majutusteenuste osutamine. Ainuke enam-vähem sarnase profiiliga ettevõtte universaalteenust pakkuvale AS Eesti Postile oleks AS Express Post. Alljärgnevas tabelis 3.3. on esitatud AS Eesti Post universaalse postiteenuse valdkonna (UPT), AS Eesti Post ja AS Express Post ärikasumi marginaalid.

Tabel 3.3. Universaalse postiteenuse, AS Eesti Post ja AS Express Post ärikasumi marginaalid

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AS Express Post	4.0%	4.1%	8.7%	9.3%	9.8%	9.5%	10.9%	14.4%	10,7%
AS Eesti Post	-2.7%	0.9%	-0.1%	-0.6%	0.7%	4.6%	4.4%	1.9%	1.8%
UPT (AS Eesti Post)						2.79%	2.39%	1.97%	2.00%

Tabelis 3.3 esitatud andmed näitavad AS Eesti Post ja AS Express Post puhul väga suurt käibemarginaalide erinevust ja seega polegi AS Eesti Posti poolt osutatava universaalse postiteenuse osas võimalik riigisiselt võrreldava profiiliga ettevõtet, rääkimata valimist, leida. Üheks võimaluseks oleks koostada võrdlusbaas välisriikides vastavat teenust osutavatest ettevõtetest. Siinkohal tuleb aga arvestada, et (nõutavad) tulused erinevates riikides, valuutades, regulatsioonikeskkondades ning maksukeskkondades võivad olla erinevad. Riikide üleselt koostatud võrdlusettevõtete valim võib olla äritegevuse profiili mõttes küll homogeenne, kuid muude aspektide osas üsnagi heterogeenne. Alljärgnevalt on esmalt esitatud juhuslikult valitud sektorite ärikasumi marginaalid USA-s ning Euroopas tuginedes A. Damodaran andmebaasile²¹. Juhuslikult valitud sektorite andmete

¹⁹ Sisuliselt jätkasid Eesti Posti töötajad sedasama tööd, mida nad tegid Eesti Posti töötajatena, kuid nüüd võlaõiguslike lepingute alusel.

²⁰ 2015. aastal saadi selles ettevõttes müügitulu veoteenuste osutamisest ning rehvide, velgede ja autovaruosade müügist, postiteenuseid (märkimisväärnes mahu) ei osutatud.

²¹ Damodarani andmebaas sisaldab ärikasumi marginaali, mis on arvatud valimi agregeeritud ärikasumi (*operating profit*) ja müügitulu (*sales*) jagatisena ning võrreldavuse huvides on samal moel arvatud ka valitud sektorite ärikasumi marginaalid Eesti ettevõtete jaoks. Damodarani andmebaasis sisalduvad näitajad on arvatud üksnes suhteliselt väikese börsiettevõtete valimi baasil ning valimisse kuuluvad ettevõtted on märgatavalt suuremad kui Eesti Statistikaameti andmebaasis sisalduvad ettevõtted. Eelnevalt nägime (vt joonised 3.4. - 3.6.), et suuremates ettevõtetes on üldreeglina kõrgemad ärikasumi marginaalid, mistõttu ei pruugi valimid olla võrreldavad.

põhjal võib järeldada, et sektoripõhise võrdlusettevõtete valimi moodustamine ei pruugi rahvusvahelises kontekstis veel viia adekvaatse võrdlusgrupini kui ettevõtete suurused riigiti on väga erinevad. Nii näiteks on Eestis tootlustusettevõtete (I561) agregeeritud ärikasumi marginaal viimasel viiel aastal (2011-2015) igal aastal kordades madalam kui Euroopa vastava sektori börsiettevõtetes (keskmiselt ca 3 korda madalam) või USA vastava sektori börsiettevõtetes (ca 5.5 korda madalam); samas näiteks põllumajanduses on Eestis ärikasumi marginaalid oluliselt kõrgemad kui vastava sektori börsiettevõtetes USA-s või Euroopas.

Tabel 3.4. Ärikasumi marginaalid erinevates sektorites Eestis, USA-s ning Euroopas

		2011	2012	2013	2014	2015	Keskmine
Põllumajandus	Eesti	17,2%	16,4%	12,5%	10,2%	13,2%	13,9%
	USA	na	na	2,40%	5,20%	4,80%	4,1%
	Euroopa	9,80%	9,90%	9%	9,60%	6,40%	8,9%
Jalatsitootmine	Eesti	12,4%	8,4%	7,2%	2,3%	2,2%	6,5%
	USA	11,30%	8,40%	12,70%	12,60%	12,80%	11,6%
	Euroopa	12,20%	6,70%	6,20%	6,00%	6,90%	7,6%
Reklaamindus	Eesti	8,5%	11,9%	4,4%	6,4%	9,5%	8,1%
	USA	10,30%	11,70%	11,50%	11,20%	11,50%	11,2%
	Euroopa	10,80%	11,30%	12,60%	12,60%	13,80%	12,2%
Haridus	Eesti	9,3%	15,3%	14,8%	8,1%	9,5%	11,4%
	USA	20,80%	18,70%	8,20%	6,60%	7,80%	12,4%
	Euroopa	8,70%	3,60%	-2%	7,60%	6,10%	4,8%
Restoranid	Eesti	2,8%	3,3%	0,9%	2,8%	3,4%	2,7%
	USA	15,80%	16,80%	15%	15,10%	14,80%	15,5%
	Euroopa	9%	8,70%	8,60%	8,40%	8,80%	8,7%

Allikas: Damodarani andmebaas (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), Statistikaameti andmebaas (<http://www.stat.ee/>), autorite arvutused

Tabelis 3.4. esitatud ärikasumi marginaalide võrdlus viitab sellele, et Damodarani andmebaasis põhine rahvusvaheline võrdlus ei ole piisavalt usaldusväärne ning riikide ülese võrdlusettevõtete valimi kokkupanekul tuleb kasutada muid, detailsemat valimi koostamist võimaldavaid, andmebaase. Alljärgnevas tabelis 3.5 on esitatud tabelis 3.4 toodud sektorite lõikes EBIT marginaali mediaankeskmised tuginedes üksikettevõtete andmetele andmebaasis Amadeus. Tabelis 3.5 esitatud näidete varal on võimalik järeldada, et mõnedes sektorites on ärikasumite marginaalid Eestis tunduvalt erinevad teiste EL liikmesriikide vastava sektori ettevõtete ärikasumite marginaalide mediaankeskmistest. Nii näiteks on põllumajandus-, haridus- ja jalatsitööstuse ettevõtetes marginaalid Eestis keskmiselt kõrgemad kui EL keskmiselt; seevastu aga tootlustusettevõtetes selgelt madalamad. Samas eksisteerib ka sektoreid, kus ärikasumi marginaalide mediaankeskmised on väga sarnased (vaatlusalustest sektoritest oli see nii reklaaminduse tegevusvaldkonnas). Siiski on näha, et viimastel aastatel on mitmetes sektorites erinevused Eesti ja teiste EL liikmesriikide ettevõtete ärikasumite marginaalide

mediaanekskmiste vahel vähenemas. Tabelis 3.5 esitatud andmed viitavad ka sellele, et EL liikmesriikides on sektorisiselt ärikasumi marginaalide mediaanekskmises üsna stabiilsed, mis lihtsustab ajalooliste ärikasumi marginaalide kasutamist prognoosimise eesmärgil.

Tabel 3.5. Ärikasumi (EBIT) marginaali mediaanekskmised erinevates sektorites Eestis ja teistes EL liikmesriikides (%)

		2011	2012	2013	2014	2015	Keskmine
Põllumajandus	Muu Euroopa	5,97	5,62	5,42	5,03	4,91	5,39
	Eesti	14,09	13,69	5,85	8,84	4,48	9,39
	Eesti*	17,06	14,97	10,66	6,77	5,10	10,91
Haridus	Muu Euroopa	2,79	2,95	2,76	2,88	2,83	2,84
	Eesti	7,39	6,43	4,56	2,78	3,89	5,01
	Eesti*	2,76	10,77	5,31	7,82	2,77	5,89
Reklaamindus	Muu Euroopa	3,90	3,29	3,30	3,62	4,05	3,63
	Eesti	4,94	3,79	2,00	3,97	3,58	3,66
	Eesti*	4,36	2,74	1,71	3,62	3,15	3,12
Jalatsitootmine	Muu Euroopa	3,28	2,97	3,12	3,31	3,15	3,17
	Eesti	13,02	10,46	6,75	4,82	2,05	7,42
	Eesti*	13,42	8,85	6,90	8,78	3,66	8,32
Restoranid	Muu Euroopa	2,68	2,18	2,48	2,57	2,94	2,57
	Eesti	1,70	1,62	1,28	0,72	1,34	1,33
	Eesti*	1,27	1,28	0,92	0,40	1,13	0,62

Allikas: Andmebaas Amadeus, Äriregistri andmebaas, autorite arvutused. Märkus: Rida „Eesti“ kajastab andmebaasis Amadeus Eesti ettevõtete kohta olevate EBIT marginaalide mediaanekskmist; rida „Eesti*“ kajastab Eesti Äriregistrist pärinevate ettevõtete finantsandmete baasil arvatud ärikasumi marginaalide mediaanekskmist.

Kui võrrelda Eesti ettevõtete Äriregistrist pärinevaid andmeid andmebaasist Amadeus pärinevate andmetega, siis on need mõnevõrra erinevad. See tuleneb nii osaliselt erinevast valimi koosseisust kui ka puuduvatest väärtustest ühes või teises andmebaasis.

Kuna analüüs näitas, et riigiti võivad erinevused ärikasumi marginaalides olla siiski märkimisväärsed, tasuks riikideülest või välisriikide ettevõtete põhist võrdlusvalimit kasutada eelkõige siis kui riigisisest võrdlusvalimit piisavalt sarnastest ettevõtetest pole võimalik koostada. Turguvalitsevas seisundis on ja/või hinnaregulatsiooni alla kuuluvad valdavalt sellised teenused ja ettevõtted, mille puhul otsene konkurents puudub ja mille puhul on seega siseriiklikult võrdlusvalimi moodustamine võimatu või väga komplitseeritud. Raporti järgnevas osas vaadeldaksegi ühte sellist teenust ning ärikasumi marginaali kasutamise võimalikkust selle teenuse osutamisega seonduva mõistliku ärikasumi hindamisel.

Lühikokkuvõte: Käesolevas alapeatükis läbiviidud analüüs näitas, et käibemarginaalide erinevus nii tegevusalade lõikes kui ka tegevusalade sees on üsna suur, mistõttu tuleks võrdlusgrupi moodustamisel kasutada võimalikult sarnase tegevusalaga ja ärimudeliga ettevõtete valimit. Analüüs näitas, et käibemarginaali suurus on olulisel määral seotud ettevõtte finantsvõimenduse, suuruse ja mingil määral ka vanusega. Kuid seose suund ei vasta sellele, kuidas need tegurid on rahandusteooria kohaselt seotud nõutava tulunormiga. Seega ei suuda ärikasumi marginaal adekvaatselt kajastada suurusest, elutsükli faasist või finantsvõimendusest tingitud riskide kompenseerimiseks vajalikku riskipreemiat. Hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes on aga paljud äritegevuses tavapärased riskid madalamad või puuduvad üldse, mistõttu vastavaid riskipreemiaid ei kasutata ka tavametoodika puhul ja sestap pole vastavaid karakteristikuid vaja arvestada võrdlusgrupi moodustamisel. Kuna ka riigiti on ärikasumi marginaalid erinevad, tuleks riikideülest võrdlusgruppi eelistada üksnes siis, kui riigisiselt pole võimalik sobivat võrdlusgruppi mõistliku ärikasumi marginaali hindamiseks koostada. Erinevates sektorites kujunevad mõistliku ärikasumi marginaalid erinevaks sõltudes nii sektori kapitalimahukusest kui ka kasutatavatest ärimudelitest.

4. Universaalse postiteenuse mõistlik kasumi suuruse arvutamise näitlik analüüs

Universaalne postiteenus (UPT) on Eesti Postiseaduse kohaselt alljärgnevalt loetletud postiteenuste:

- kirisaadetise edastamine liht-, täht- ja väärtsaadetisena kaaluga kuni 2 kilogrammi;
 - postipaki edastamine täht- ja väärtsaadetisena kaaluga kuni 20 kilogrammi,
- järjepidev, kvaliteetne ja taskukohase tasu eest osutamine kogu Eesti Vabariigi territooriumil õigusaktidega sätestatud alustel ja korras.

Universaalse postiteenuse osutajaks on isik, kellele on väljastatud tegevusluba universaalse postiteenuse osutamiseks. Postiseaduse § 6 kohaselt määratakse universaalse postiteenuse osutaja avaliku konkursiga, mille korraldab Konkurentsiamet. Universaalse postiteenuse eest võetav tasu peab olema taskukohane ja selle suuruse määrab valdkonna eest vastutav minister oma vastava määrusega, vastavalt Konkurentsiameti ettepanekule. Universaalse postiteenuse osutajal on Postiseaduse alusel ka kohustus osutada rahvusvahelisi postiteenuseid ning teatud finantsteenuseid (nt pensionite ja toetuste väljamaksmine ning rahasiirded). Juhul kui universaalse postiteenuse eest võetav taskukohane tasu ei kata ära universaalse postiteenuse osutamisega seotud kulusid, on universaalse postiteenuse osutajal õigus taotleda teda ebamõistlikult koormavate kulude hüvitamist. Universaalse postiteenuse osutamise kohustuse täitmisega seotud kulude hüvitamise kord (RTL 2009, 23, 294) näeb ette, et universaalse postiteenuse osutamise kohustuse täitmisega seotud ebamõistlikult koormavate kulude hüvitamine toimub universaalse postiteenuse osutajale üksnes ulatuses, milles universaalse postiteenuse osutaja poolt kasutajalt võetav taskukohane tasu ei võimalda universaalse postiteenuse osutamise kohustuse täitmisega seotud põhjendatud kulude katmist ja mõistliku kasumi saamist. Universaalse postiteenuse osutamisega seotud mõistliku kasumi suuruse hindamisel rakendab Konkurentsiamet tavametoodikat, mis põhineb reguleeritava vara suurusel ning regulatiivsel WACC-il. Alljärgnevas tabelis (vt tabel 4.1) on esitatud tavametoodika rakendamisel saadud mõistliku ärikasumi suurused.

Tabel 4.1. Universaalse postiteenuse osutamise seonduv mõistlik ärikasum aastatel 2012-2016 tavametoodika kohaselt.

Näitaja	2012	2013	2014*	2015	2016
UPT müügitulu (€)	11 913 560	13 099 706	14 489 164	14 529 285	15 210 316
Reguleeritava vara bilansiline väärtus (€)	4 139 669	4 326 255*	4 718 522	5 785 129	5 728 999
Regulatiivne WACC (%)	8,03%	8,03%	5,63%	5,02%	4,59%
Mõistlik ärikasum (tavametoodika) (€)	332 415	313 562	285 288	290 413	262 961
ROIC (Mõistlik ärikasum/reguleeritava vara bilansiline väärtus) (%)	8,03%	7,25%	6,05%	5,02%	4,59%
Ärikasumi marginaal (Mõistlik ärikasum/UPT müügitulu) (%)	2,79%	2,39%	1,97%	2,00%	1,73%

* 2014 I kv oli WACC 8.03%. 2013. aasta RV väärtus on tuletatud, kuna sel aastal otsust ei tehtud. Allikas: Konkurentsiamet

Erinevalt enamikest hinnaregulatsioonile alluvatest ettevõtetest ja teenustest, mille puhul Eestis kasutatakse investeeritud varade tootluse põhinevat meetodikat (*rate of return method*), kombineeritakse UPT puhul sisuliselt hinnalae meetodikat (*price cap method*) ja investeeritud varade tootluse põhinevat meetodikat (*rate of return method*), kuna juhul kui teenuse määrusega kehtestatud piirhind (teenuse kasutajat võetav taskukohane tasu) ei kata ära kulusid ega taga mõistliku kasumi saamist hüvitatakse see vahe UPT makse fondist. Kuna mitmetes teistes riikides kasutatakse UPT puhul käibemarginaalidel põhinevat lähenemist mõistliku ärikasumi määratlemisel, analüüsitakse järgnevalt erinevaid võimalusi selle rakendamiseks AS Eesti Post puhul

Statistiline lähenemine ärikasumi marginaali hindamiseks

Riigisisene valim

Universaalse postiteenuse osutamine kuulub EMTAK 2008 alusel tegevusalasse H53101. Käesoleva raporti alapeatükis 3.5 esitatud analüüs näitas, et riigisiselt pole Eestis võimalik leida sobivat võrdlusettevõtete valimit universaalse postiteenuse puhul sobiliku/tavapärase ärikasumi marginaali hindamiseks.

Riikideülene valim

Riikideülese valimi koostamisel kasutati andmebaasis Amadeus sisalduvaid andmeid. Et võrdlusvalim oleks piisavalt sarnane AS Eesti Postiga, lülitati sinna universaalset postiteenust pakkuvad Euroopa ettevõtted, lähtudes UPU (Universal Postal Union) liikmesriikide nimekirjast ja neis riikides tegutsevate universaalset postiteenust pakkuvate ettevõtete nimekirjast²². Tuleb mainida, et kuigi tegemist on samas tegevusvaldkonnas (5310) tegutsevate ja suhteliselt sarnast ärimudelit järgivate ettevõtetega, eksisteerib märkimisväärne erinevus ettevõtete suurusel. Suurimaks Euroopa ettevõtteks selles valdkonnas on Deutsche Post AG (müügitulu ca 60 miljardit eurot ja töötajate arv ligi 500 000). AS Eesti Posti müügitulu on umbes tuhat korda väiksem kui Deutsche Post AG-l ning samas suurusjärgus Lätis, Leedus, Bulgaarias ja Islandil universaalset postiteenust pakkuvate ettevõtetega. Universaalse postiteenuse hulka kuuluvad teenused, konkurents postiteenuste turul ning postiettevõtete ärimudelid on samuti riigiti mõnevõrra erinevad. Üldiselt iseloomustab universaalse postiteenuse turgu turumahu vähenemine. Aastatel 2012-2015 vähenes kirisaadetiste turumaht Soomes, Taanis, Hollandis, Hispaanias ja Itaalias keskmiselt üle 7% aastas (European Postal Market, 2017, lk. 6). Turumaht vähenes ka Prantsusmaal, Suurbritannias, Rootsis, Belgias, Austrias, Saksamaal ja Küprosel (Ibid). Lisas 2 on esitatud Amadeus andmebaasis sisalduvate ja võrdlusvalimi moodustavate ettevõtete andmed EBIT marginaalide²³ kohta aastatel 2007-2015. Lisas 2 esitatud andmete baasil on arvatud tabelis 4.2 võrdlusvalimi mediaankeskmise EBIT marginaal ning selle viie aasta libisev keskmine.

²² https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_postal_entities

²³ Andmebaasis Amadeus on võrdsustatud ärikasum (operating income) ning intresside- ja maksude-eelne kasum (EBIT), seega on samaväärsed ka EBIT marginaal ja ärikasumi marginaal. Tegelikult võib EBIT marginaal ja ärikasumi marginaal vähesel määral siiski üksteisest erineda.

Tabel 4.2. Riikideülese võrdlusvalimi mediaan keskmine EBIT marginaal (%) aastatel 2007-2015.

Näitaja	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
EBIT marginaali mediaan keskmine (%)	1,88	3,10	2,34	2,76	2,76	1,22	2,48	2,86	3,91
Mediaan keskmise viie aasta libisev keskmine (%)	2,57	2,44	2,31	2,41	2,64				

Allikas: Autorite arvutused Lisas 2 esitatud andmete alusel

Viie aasta libisev keskmine on valitud tasandamiseks võimalikke kõikumisi aastate lõikes ning vastab ka hetkel Konkurentsiameti poolt kasutatava tavametoodika puhul rakendatud WACC arvutusreeglile, mille puhul kasutatakse riskivaba tulumäärana Saksamaa 10-aastase riigivõlakirja viimase viie aasta tulususte libisevat keskmist. Koostatud valimi EBIT marginaali mediaan keskmine libisev keskmine on keskmiselt ca 0.5 protsendipunkti võrra kõrgem kui AS Eesti Posti UPT äri kasumi marginaal (vt tabel 4.1). Statistilise lähenemise praktilisel rakendamisel tuleb aga arvestada olulise ajalise nihke olemasoluga. Nii näiteks ei ole kevadel 2017 andmebaasis Amadeus veel kättesaadavad enamiku võrdlusvalimi ettevõtete 2016. aasta majandusnäitajad – sellest tulenevalt tuleks 2017. aasta äri kasumi prognoosimiseks kasutada marginaalide libisevat keskmist aastatest 2011-2015. Alljärgnevas tabelis on esitatud AS Eesti Post universaalse postiteenuse mõistlik äri kasum aastatel 2012-2016 ning selle äri kasumi marginaali põhine prognoos lähtuvalt tabelis 4.2 arvatud kasumimarginaalidest.

Tabel 4.3. Universaalse postiteenuse osutamise seonduv mõistlik äri kasum arvatuna riikideülese valimi viie aasta libiseva keskmise äri kasumi marginaali mediaan keskmise alusel.

Näitaja	2012	2013	2014	2015	2016
Mõistlik äri kasum (tavametoodika) (€)	332 415	313 562	285 288	290 413	262 961
UPT müügitulu (€)	11 913 560	13 099 706	14 489 164	14 529 285	15 210 316
Reguleeritava vara bilansiline väärtus (€)	4 139 669	4 326 255	4 718 522	5 785 129	5 728 999
Võrdlusvalimi EBIT marginaal (%)	2,62%*	2,64%	2,41%	2,31%	2,44%
Mõistliku äri kasumi prognoos (€)	311 837	345 832	349 188	335 626	371 132
Erinevus (€)	-20 578	+ 32 270	+ 63 900	+ 45 213	+ 108 171
Erinevus (%)	-6,2%	+ 10,3%	+ 22,4%	+ 15,6%	+ 41,1%
ROIC äri kasumi marginaal põhise äri kasumi prognoosi korral (%)	7,53%	7,99%	7,4%	5,8%	6,5%
Regulatiivne WACC (%)	8,03%	8,03%	5,63%	5,02%	4,59%

*Märkus: 2012. aasta äri kasumi marginaal on andmete puudumisel arvatud nelja aasta libiseva keskmisena (2007-2010)

Tabelist 4.3 on näha, et aastatel 2014-2015 üلهندab äri kasumi marginaali põhine lähenemine universaalse postiteenuse osutamise seonduvat mõistlikku äri kasumit ning investeeritud kapitali tulusus (ROIC) ületab seetõttu regulatiivset kapitali kulukuse määra (WACC), kuid aastatel 2012-2013 oleks ROIC selle lähenemise alused väiksem regulatiivsest WACC-st.

Nii mõnedki Lääne-Euroopa postiettevõtted (näiteks BPost Belgias, Die Schweizerische Post AG Šveitsis ning PostNL N.V. Hollandis) on tunduvalt kõrgema ärikasumi marginaaliga kui postiettevõtted Kesk- ja Ida-Euroopa riikides või Põhjamaades. See võib olla tingitud nii rahvastikutihedustest, elanikkonna suuremast ostujõust kui ka muudest asjaoludest sh võimalikest ärimudeli eripäradest. Samas lülitades võrdlusvalimisse vaid Kesk- ja Ida-Euroopa ning Põhjamaade postiettevõtted kujuneks võrdlusvalimi ärikasumi mediaanmarginaal madalamaks kui Eesti Posti vastav näitaja minevikus ning seetõttu ei pruugi pakkuda adekvaatset kompensatsiooni (vt tabelid 4.4 ja 4.5).

Tabel 4.4. Põhjamaade ja Kesk- ning Ida-Euroopa postiettevõtteid sisaldava võrdlusvalimi mediaankeskmise EBIT marginaal (%) aastatel 2007-2015.

Näitaja	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
EBIT marginaali mediaankeskmise (%)	1,37	2,23	1,74	0,62	2,29	1,01	2,11	2,30	3,42
Mediaankeskmise viie aasta libisev keskmine (%)	1,65	1,58	1,55	1,67	2,23				

Allikas: Autorite arvutused Lisas 3 esitatud andmete alusel

Tabel 4.5. Universaalse postiteenuse osutamisega seonduv mõistlik ärikasum arvatuna Põhjamaade ja Kesk- ning Ida-Euroopa postiettevõtteid sisaldava võrdlusvalimi viie aasta libiseva keskmise ärikasumi marginaali mediaankeskmise alusel.

Näitaja	2012	2013	2014	2015	2016
Mõistlik ärikasum (tavametoodika) (€)	332 415	313 562	285 288	290 413	262 961
UPT müügitulu (€)	11 913 560	13 099 706	14 489 164	14 529 285	15 210 316
Reguleeritava vara bilansiline väärtus (€)	4 139 669	4 326 255	4 718 522	5 785 129	5 728 999
Võrdlusvalimi EBIT marginaal (%)	2,62%*	2,23%	1,67%	1,55%	1,58%
Mõistliku ärikasumi prognoos (€)	263 290	292 123	241 969	225 204	240 323
Erinevus (€)	-69 125	-21 439	-43 319	-65 209	-22 638
Erinevus (%)	-20,8%	-6,8%	-15,2%	-22,5%	-8,6%
ROIC ärikasumi marginaal põhise ärikasumi prognoosi korral (%)	6,4%	6,8%	5,1%	3,9%	4,2%
Regulatiivne WACC (%)	8,03%	8,03%	5,63%	5,02%	4,59%

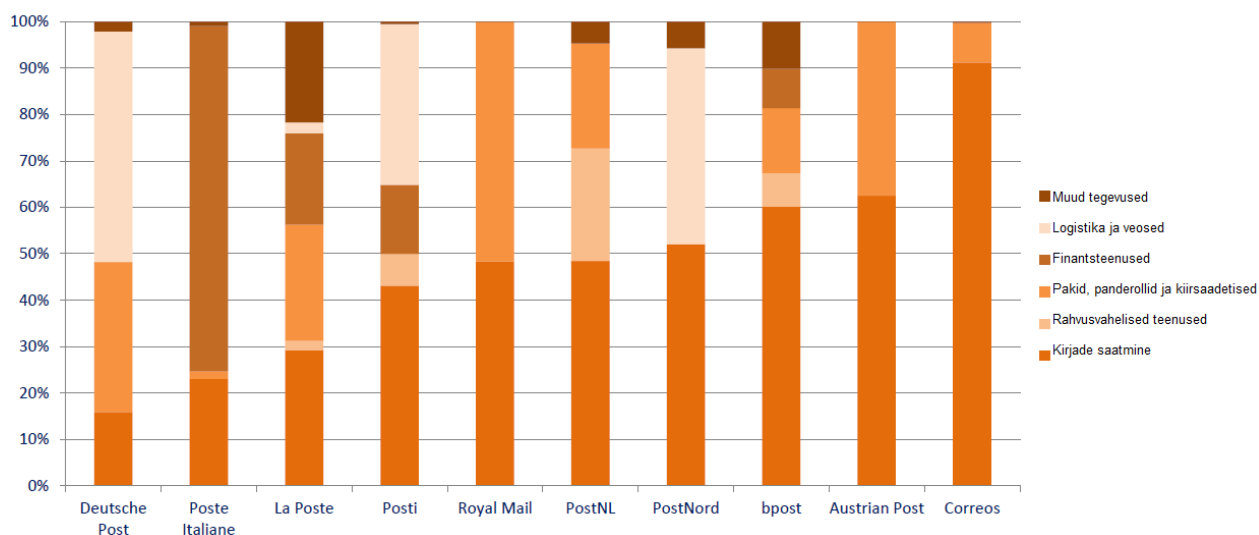
*Märkus: 2012. aasta ärikasumi marginaal on andmete puudumisel arvatud nelja aasta libiseva keskmisena (2007-2010)

Siinkohal tuleb märkida, et andmebaasis Amadeus puudusid mõnede Euroopa riikide postiettevõtete andmed ning ka valimis esindatud ettevõtete puhul polnud andmed täielikud. Siiski näib, et ärikasumi marginaali ja selle alusel mõistliku ärikasumi hindamine sellise võrdlusvalimi baasil, kuhu kuuluvad universaalset postiteenust osutavad võrdlusettevõtted Euroopast, võib olla piisavalt sarnane mõistliku ärikasumi hindamisega tavametoodika kohaselt, suhteliselt stabiilne ajas ning seetõttu kasutatav AS Eesti Posti puhul. Ärikasumite marginaalide tase vaatlusalustes võrdlusvalimites on olnud üldiselt langustrendis, mis on kooskõlas ka alanenud regulatiivse kapitali kulukuse määra tasemetega (näiteks vee-ettevõtjate regulatiivne WACC alanes 7.92%-lt aastal 2012 5.45%-ni aastal 2016), mis viitab, et ärikasumi marginaalide põhine lähenemine võiks anda

piisavalt adekvaatse hinnangu mõistliku ärikasumi suurusele. Samas tuleb märkida, et regulatiivse WACC-i ja ärikasumite marginaali mediaankeskmise taseme trendi kokkulangemine on arvatavasti suuresti juhuslik, kuna nende põhjuslik taust on erinev. Tasub ka mainimist, et paljudes Ida-Euroopa riikides (sh ka Eestis) on universaalse postiteenuse müügitulu viimastel aastatel kasvanud, seevastu Lääne-Euroopa riikides on valdav langustrend. Seetõttu, kui ei ole põhjust arvata, et tavametoodika kohaselt arvatav reguleeritav vara alahindab tegelikult universaalse postiteenuse osutamiseks tarvilikku vara ja seda ei ole muul moel võimalik mõistlikult arvesse võtta, tuleks eelistata tavametoodikal (st regulatiivsel WACC-l) põhinevat lähenemist.

Regulatiivsel pretsedendil põhinev lähenemine

Statistilise lähenemise puhul on aluseks võrdlusettevõtete marginaalide mediaankeskmise, kuid erinevate võrdlusettevõtete müügitulu ning ärikasum võib olla teenitud väga erinevate teenuste osutamisest. Alljärgneval joonisel 4.1. on esitatud Lääne-Euroopa juhtivate postiettevõtete müügitulu struktuur.



Joonis 4.1. Juhtivate Lääne-Euroopa postiettevõtete müügitulu struktuur (allikas: European Postal Markets, 2017)

Erinevad teenused eeldavad erineval tasemel infrastruktuuri ja põhivara olemasolu ning on erineva riskitasemega. Seetõttu oleks loogiline eeldada, et kui võtta universaalse postiteenuse ärikasumi marginaali hindamisel aluseks teistes riikides universaalse postiteenuse puhul lubatud ärikasumi marginaalid, võiks saadud hinnang olla adekvaatsem kui postiettevõtete kogu äritegevuse põhjal arvatud ärikasumi marginaalid. Siinkohal on aga takistuseks mitmed asjaolud. Esiteks, kuigi universaalse postiteenuse osutamine on mitmetes riikides hinnaregulatsioonile alluv tegevusala, erineb riigiti see, mis universaalse postiteenuse alla kuulub (Dieke et al 2013). Teiseks probleemiks on asjaolu, et universaalse postiteenuse puhul rakendatakse tavaliselt hinnalae meetodikat ja/või doteeritakse selle osutamist otse riigieelarvest. Hinnalae meetod võib muuta marginaalid suhteliselt volatiilseks sõltuvalt teenuse osutaja võimest kulusid vähendada ja turul asetleidvatest nõudluse muutustest. Mõned hinnaregulaatorid kasutavad küll ärikasumi või EBIT marginaalide põhist lähenemist, kuid on

esitanud suhteliselt laia aktsepteeritavaks peetava käibemarginaalide vahemiku. Nii näiteks otsustas Suurbritannia hinnaregulaator Ofcom 2012. aastal, et Suurbritannias on mõistlik ärikasumi marginaal universaalse postiteenuse osutamisel vahemikus 5% - 10%²⁴. Suhteliselt lai lubatud marginaalide vahemik raskendab aga regulatiivsel pretsedendil põhineva meetodika kasutamist. Juhul kui mingis riigis on kombineeritud hinnalae meetodikat otsese doteerimisega UPT maksest (nii nagu see toimub Eestis), on teenuse osutamisega seotud riskitase teenuse osutajale oluliselt madalam kui üksnes hinnalae meetodika kasutamise korral. Seega tuleks regulatiivse lähenemise rakendamisel pöörata tähelepanu ka hinnaregulatsiooni eripäradele. **Avalikult kättesaadava informatsiooni ebapiisavus ei võimalda käesoleva raporti raames hinnata, kas regulatiivsel pretsedendil põhinev lähenemine võiks anda paremaid tulemusi kui võrdlusettevõtete tegelikel andmetel põhinev statistiline lähenemine.**

Fundamentaalne lähenemine

Mõistliku kasumi marginaali hindamine fundamentaalse lähenemise alusel eeldab ligipääsu ettevõtte konfidentsiaalsetele andmetele ning sellise ligipääsu puudumise tõttu ei analüüsi käesolev raport selle lähenemise kasutamist universaalse postiteenuse kontekstis Eestis.

Lühikokkuvõte: Universaalse postiteenuse mõistliku kasumi suurust on võimalik hinnata ärikasumi marginaalide põhised. Üksnes Eesti ettevõtete andmete baasil statistilist lähenemist ärikasumi marginaali mõistliku taseme hindamiseks kasutada ei saa, kuna puuduvad piisavalt sarnased võrreldavad ettevõtted. Võrdlusvalimi võib aga koostada Euroopas universaalset postiteenust pakkuvatest ettevõtetest. Hoolimata Euroopa postiettevõtete väga erinevast suurusest, osutavate teenuste mõnevõrra erinevast struktuurist, erinevast maksu- ja valuutakeskkonnast, hinnaregulatsiooni nüanssidest jms, ei erine sellise valimi baasil kalkuleeritud viie aasta libiseva keskmise ärikasumi marginaali mediaankeskmise põhjal tehtud UPT mõistliku ärikasumi prognoos märkimisväärselt tavametoodika alusel saadud tulemusest ning on ajas suhteliselt vähevolatiilne²⁵. 2017. aasta mõistlikuks ärikasumi marginaaliks kujuneks selle lähenemise kasutamisel ca 2.57%. Käesoleva raporti koostamisel kasutada olev informatsioon ei võimaldanud anda hinnangut selle kohta, kas kasutada oleks võimalik ka regulatiivsel pretsedendil põhinevat või fundamentaalselt lähenemist. Kuna ärikasumi marginaali põhine lähenemine on tundlik müügitulu muutuste suhtes, siis, kui ei ole põhjust arvata, et tavametoodika kohaselt arvatav reguleeritav vara alahindab tegelikult universaalse postiteenuse osutamiseks tarvilikku vara ja seda ei ole muul moel

²⁴ Securing the Universal Postal Service. Decision on the New Regulatory Framework. Ofcom 2012, 254 p.

(https://www.ofcom.org.uk/__data/assets/pdf_file/0029/74279/Securing-the-Universal-Postal-Service-statement.pdf)

²⁵ Soovitatav on kontrollida meetodika sobivust pikema perioodi baasil, kuna raporti koostajatele oli kättesaadav info vaid kolme viimase aasta kohta ja pole välistatud, et pikema ajaperioodi analüüsimine võib anda teistsuguseid tulemusi.

võimalik mõistlikult arvesse võtta, tuleks eelistata tavametoodikal (st regulatiivsel WACC-l) põhinevat lähenemist.

Kokkuvõte

Eestis rakendatakse hinnaregulatsioonile alluvate teenustega seotud mõistliku ärikasumi suuruse hindamisel reguleeritava vara bilansilisel väärtusel ja regulatiivsel WACC-il põhinevat lähenemist (nn tavametoodika), mis on igati sobilik sektorites ja ettevõtetes, kus sellise teenuse osutamiseks vajatakse suurel hulgal reguleeritava vara definitsioonile vastavat vara. See meetodika ei pruugi aga sobida väikese kapitalimahukusega ettevõtete puhul. Väike kapitalimahukus võib olla seotud asjaoluga, et kehtiv reguleeritava vara definitsioon ei võimalda reguleeritava varana vaadelda neid varasid, mida ettevõtte tegelikult vajab hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks. Nii ei võimalda kehtiv regulatsioon reguleeritava varana arvesse võtta mõnede teenuste osutamiseks vajalikke tagatisvarasid ja selliseid immateriaalseid varasid, mida ettevõtte ei saa bilansis kajastada. Probleemiks võib osutada ka regulatsioonides tavapäraselt lubatud tasemest suurem käibekapitali vajadus ning kasutusrendi kasutamine, kuid neil juhtudel näeb ka tavametoodika ette teatud lahendusvariante. Väikese kapitalimahukusega hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul on mitmed välismaised konsultatsioonifirmad soovitanud kasutada käibemarginaalidel põhinevat mõistliku ärikasumi suuruse hindamist.

Erinevatest käibemarginaalidest on hinnaregulatsiooni kontekstis kõige sobilikum ärikasumi marginaal, kuna kõik puhaskasumil põhinevad näitajad on sõltuvuses ettevõtte poolt rakendatavast finantseerimis- ja dividendipoliitikast ning EBIT marginaal võtab arvesse ka finantstulusid, mis ei ole tavaliselt põhitegevusega seotud. Kuigi ärikasumil põhinev näitaja on sobilikum kui puhaskasumil põhinev näitaja, tuleb meeles pidada, et ettevõtete tegelikud ärikasumi marginaalid võivad liikuda WACC-ile (nõutavale tulunormile) vastupidises suunas ning ettevõtte müügitulu märkimisväärne suurenemine või vähenemine võib äritegevuse marginaalide põhise hinnakujunduse korral tekitada ettevõttele kas liiga suure kasumi või hoopis kahjumi ja suurendada seetõttu hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte riskitaset. Mõistliku ärikasumi marginaali hindamiseks on võimalik kasutada statistilist lähenemist, fundamentaalset lähenemist või regulatiivsel pretsedendil põhinevat lähenemist. Kõigil neil lähenemisel on oma puudused ja tugevused, mida tuleb nende kasutamisel arvesse võtta. Hinnanguvigade vähendamiseks on soovitatav kasutada erinevate meetodite kombinatsiooni.

Majandusteooria kohaselt peaks vaba konkurents tagama olukorra, kus ettevõtte kapitali tulusus võrdub pikaajalises plaanis kapitali kulukusega (ehk $ROIC \approx WACC$). Seetõttu tuleks nii regulatiivsetel kui ka konkurentsipoliitilistel eesmärkidel ettevõtte põhjendatud või mõistliku tulukuse hindamisel juhinduda eelkõige WACC põhisest lähenemisest. Juhul kui see mingil põhjusel pole võimalik või mõistlik, võib põhjendatud tulukuse hindamisel võtta aluseks kas võrdlusgrupi ettevõtete keskmised tegelikud investeeritud kapitali tulusused (ROIC) või ärikasumi marginaalid. Käesoleva raporti koostamiseks läbiviidud analüüs näitas, et ärikasumi marginaalide kasutamine annab enamikes sektorites väiksema prognoosiveaga ärikasumi ennustuse ning seda tuleks üldjuhul eelistada ROIC kasutamisele. Kapitalimahukuse tase arvatuna erinevate meetodite alusel ei

mõjutanud märkimisväärselt ärikasumi marginaali ja ROIC põhise prognoosimise ennustustäpsust ning ei saa üheselt väita, et madala kapitalimahukusega sektorites peaks kasutama ärikasumi marginaali ja kõrge kapitalimahukusega sektorites ROIC põhist lähenemist.

Käesolevas raportis läbiviidud analüüs näitas, et käibemarginaalide erinevus nii tegevusalade lõikes kui ka tegevusalade sees on üsna suur, mistõttu tuleks võrdlusgrupi moodustamisel kasutada võimalikult sarnase tegevusala ja ärimudeliga ettevõtete valimit. Mingit ühest, kõigile sektoritele sobivat ja mõistlikku, ärikasumi marginaali taset ei eksisteeri, mistõttu on vajalik igal konkreetsel juhul spetsiaalse võrdlusvalimi kokkupanek ning analüüsi läbiviimine. Teostatud uuringud näitasid ka, et käibemarginaali suurus on olulisel määral seotud ettevõtte finantsvõimenduse, suuruse ja mingil määral vanusega. Kuid nende seoste suund empiiriliste andmete alusel ei vasta sellele, kuidas need tegurid on rahandusteooria kohaselt seotud nõutava tulunormiga. Seega ei suuda ärikasumi marginaal adekvaatselt kajastada suuruselt, elutsükli faasist või finantsvõimendusest tingitud riskide kompenseerimiseks vajalikku riskipremiat. Hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes on paljud äritegevuses tavapärased riskid madalamad kui täieliku konkurentsi tingimustes või puuduvad üldse, mistõttu vastavaid riskipremiaid ei kasutata ka tavametoodika puhul. Seetõttu pole nimetatud karakteristikuid vaja arvestada võrdlusgrupi moodustamisel. Kuna ka riigiti on ärikasumi marginaalid erinevad, tuleks riikideülest võrdlusgruppi eelistada üksnes siis, kui riigisiselt pole võimalik sobivat võrdlusgruppi mõistliku ärikasumi marginaali hindamiseks koostada. Erinevates sektorites kujunevad mõistliku ärikasumi marginaalid erinevaks sõltudes nii sektori kapitalimahukusest kui ka kasutatavatest ärimudelitest.

Käesolevas raportis läbiviidud analüüs näitas, et universaalse postiteenuse mõistliku kasumi suurust on võimalik hinnata ärikasumi marginaalide põhisel. Üksnes Eesti ettevõtete andmete baasil statistilist lähenemist ärikasumi marginaali mõistliku taseme hindamiseks kasutada ei saa, kuna puuduvad piisavalt sarnased võrreldavad ettevõtted. Võrdlusvalimi võib aga koostada Euroopas universaalset postiteenust pakkuvatest ettevõtetest. Hoolimata Euroopa postiettevõtete väga erinevast suuruselt, osutavate teenuste mõnevõrra erinevast struktuurist, erinevast maksu- ja valuutakeskkonnast, hinnaregulatsiooni nüanssidest jms, ei erine sellise valimi baasil kalkuleeritud viie aasta libiseva keskmise ärikasumi marginaali mediaankeskmise põhjal tehtud UPT mõistliku ärikasumi prognoos märkimisväärselt tavametoodika alusel saadud tulemusest ning on ajas suhteliselt vähevolatiilne. 2017. aasta mõistlikuks ärikasumi marginaaliks kujuneks selle lähenemise kasutamisel ca 2.57%. Käesoleva raporti koostamisel kasutada olev informatsioon ei võimaldanud anda hinnangut selle kohta, kas kasutada oleks võimalik ka regulatiivsel pretsedendil põhinevat või fundamentaalset lähenemist. Kuna ärikasumi marginaali põhine lähenemine on tundlik müügitulu muutuste suhtes, siis tuleks seda kasutada ja eelistada vaid siis kui tavametoodika kohaselt arvatav reguleeritav vara alahindab universaalse postiteenuse osutamiseks tarvilikku vara ja seda ei ole muul moel võimalik mõistlikult arvesse võtta. Ülejäänud juhtudel tuleks eelistata tavametoodikal (st regulatiivsel WACC-l) põhinevat lähenemist.

Viidatud allikad

- Alexander I. and T. Irwin (1996), "Price Caps, Rate-of-Return Regulation, and the Cost of Capital", Private Sector, note n. 87, The World Bank, Washington D.C.
- Annual Study of Intangible Asset Market Value from Ocean Tomo. Ocean Tomo, LLC, March 5, 2015. [<http://www.oceantomo.com/2015/03/04/2015-intangible-asset-market-value-study/>]. 07.05.2015. viidatud Pärs, M. (2015) Immateriaalsete varade väärtuse vindamine Eesti hindamispraktikas, magistritöö, 115 p.
- Damodaran, A. (2013) "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications", Working Paper. [<http://ssrn.com/abstract=2238064>]
- Dieke, A.K., Bender, C., Campbell, J.I., Cohen, R.H., Müller, C., Niederprüm, A., de Streel, A., Thiele, S., Zanker, C. (2013) Main Developments in Postal Sector 2010-2013, Final report, WIK-Consult, 386 p.
- EirGrid: The RAB-WACC Approach and Alternatives, Europe Economics, 2015, 20 p. [<http://www.cer.ie/docs/001043/CER15307%20Europe%20Economics%27%20Eirgrid%20RAB-WACC%20vs%20Margin%20Report.pdf>]
- Estimation of the regulated profit margin for electricity retailers in New South Wales, SFG Consulting, 2013, 32 p. [https://www.ipart.nsw.gov.au/files/f2342b47-09d6-429a-8652-a1e00091c310/Consultant_Report_-_SFG_Consulting_-_Estimation_of_the_regulated_profit_margin_for_electricity_retailers_in_NSW_-_June_2013.pdf]
- European Postal Market 2017. An Overview 43 p. [https://www.postnl.nl/Images/European-Postal-Markets-An-Overview_tcm10-22110.pdf]
- McKenzie, M., Partington, G. (2013) "Risk, Asset Pricing Models and WACC" Report to the AER, 49 p. [<https://www.aer.gov.au/sites/default/files/McKenzie%20and%20Partington%20-%20Risk,%20asset%20pricing%20models%20and%20the%20WACC%20-%20June%202013%20-%20Draft%20rate%20of%20return%20guideline.pdf>]
- Mellen, C. M., Evens, F., C. Valuation for M&A: Building Value in Private Companies. 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010, 383 p.
- Postiseadus [<https://www.riigiteataja.ee/akt/112072014107>]
- Power NI 2014 price review: financeability and its implications for a required profit margin, Final report, Cambridge Economic Policy Associates Ltd, 2013, 106 p. [www.cepa.co.uk]
- RTJ 5 Materiaalne ja immateriaalne põhivara [<http://www.fin.ee/doc.php?113555>]
- Sander, P., Lääts, K., Kantšukov, M. (2016) Reguleeritava vara väärtuse arvestus ja MS Exceli funktsiooni PMT kasutamine hinnaregulatsioonile alluvatel ettevõtetel, Tartu Ülikool 2016, 56 p. [<http://www.konkurentsiamet.ee/file.php?28335>]
- Securing the Universal Postal Service. Decision on the New Regulatory Framework. Ofcom 2012, 254 p. [https://www.ofcom.org.uk/__data/assets/pdf_file/0029/74279/Securing-the-Universal-Postal-Service-statement.pdf]
- Smith, J.K., Smith, R.L. Entrepreneurial Finance, John Wiley & Sons 2000, 638 lk.
- Something for nothing? Returns in low-asset industries, Oxera, 2014, 4 p. [<http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Agenda/2014/Something-for-nothing>Returns-in-low-asset-industr.aspx>]
- Universaalse postiteenuse osutamise kohustuse täitmisega seotud kulude hüvitamise kord [RTL 2009, 23, 294]

LISA 1. Ärikasumi marginaali (%) ja omakapitali kasutamise määra seos tegevusalade lõikes.

Sektor	Vaatluste arv	Omakapitali osakaal varadest (%)										
		< 0	0 - 10	10 - 20	20 - 30	30 - 40	40 - 50	50 - 60	60 - 70	70 - 80	80 - 90	90 - 100
G	27809	-7,06%	0,24%	0,96%	1,65%	2,31%	2,97%	3,41%	3,99%	4,89%	5,85%	7,15%
C	23418	-13,46%	0,28%	1,25%	2,46%	3,47%	4,54%	5,40%	5,56%	6,61%	7,87%	9,53%
F	19372	-11,37%	0,09%	0,80%	1,83%	3,24%	4,01%	5,51%	6,83%	7,97%	9,88%	11,94%
H	11388	-8,89%	0,35%	2,23%	3,31%	4,17%	4,66%	4,98%	5,50%	5,72%	7,35%	9,34%
I	7919	-10,51%	0,19%	0,79%	1,21%	1,91%	2,51%	2,62%	3,84%	4,46%	5,29%	6,46%
M	7556	-12,59%	0,14%	1,04%	2,43%	3,91%	5,72%	6,54%	8,87%	11,70%	12,66%	16,18%
N	6041	-10,05%	0,10%	1,22%	2,09%	3,68%	5,02%	5,73%	7,01%	8,54%	10,47%	14,69%
A	5912	-20,07%	1,64%	3,45%	5,62%	8,83%	9,01%	11,31%	11,30%	11,96%	13,62%	15,06%
L	4181	-9,26%	1,93%	2,49%	3,90%	6,23%	5,80%	11,21%	11,72%	9,76%	10,49%	9,25%
J	3755	-16,14%	0,23%	1,50%	1,72%	4,82%	5,47%	8,60%	8,35%	10,27%	13,10%	16,69%
Q	3639	-9,54%	0,57%	1,32%	2,41%	5,03%	4,69%	7,12%	6,75%	8,45%	9,43%	15,04%
S	2327	-15,66%	0,49%	0,48%	1,51%	1,29%	3,09%	2,34%	2,42%	4,48%	6,04%	6,41%
E	1117	-12,66%	1,67%	2,00%	5,47%	5,78%	7,81%	6,76%	8,19%	8,55%	8,72%	9,97%
P	1002	-11,77%	1,36%	0,82%	2,30%	4,31%	4,91%	4,65%	5,52%	10,66%	10,04%	10,08%
B	947	-9,48%	1,33%	3,57%	3,44%	2,84%	8,16%	8,54%	9,00%	10,72%	9,74%	15,23%
K	934	-33,40%	3,21%	7,35%	11,04%	10,28%	7,95%	10,20%	9,10%	17,17%	16,94%	28,17%
R	895	-10,88%	0,28%	0,52%	4,33%	4,50%	2,89%	4,71%	6,93%	6,64%	3,14%	12,71%
D	780	-10,39%	1,68%	4,03%	2,43%	7,02%	4,02%	5,05%	5,52%	3,86%	6,17%	7,90%

Allikas: Autorite arvutused

LISA 2. EBIT marginaalid (%) Euroopa universaalset postiteenust pakkuvates võrdlusvalimisse kuuluvates ettevõtetes 2007-2015.

Ettevõtte	Riik	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
DEUTSCHE POST AG	DE	3,85	4,98	4,95	4,62	4,44	3,42	1,02	-1,00	4,84
POSTE ITALIANE - SOCIETA' PER AZIONI	IT	-6,45	-10,63	-6,61	0,83	3,51	8,12	7,57	17,34	10,30
LA POSTE	FR	5,18	3,24	4,65	3,23	3,14	3,70	n.s.	n.s.	n.s.
ROYAL MAIL GROUP LIMITED	GB	-1,04	0,88	18,76	2,90	-1,05	-3,53	-0,74	-2,05	-5,26
DIE SCHWEIZERISCHE POST AG	CH	10,65	9,50	14,65	10,03	10,56	10,65	8,28	9,18	9,80
POSTNL N.V.	NL	9,81	9,60	9,92	6,67	11,91	11,12	6,21	8,78	10,81
POSTEN NORGE AS	NO	0,95	3,45	2,71	2,76	4,16	7,26	1,78	1,26	3,94
ÖSTERREICHISCHE POST AKTIENGESELLSCHAFT	AT	3,51	7,87	8,05	8,05	7,38	6,39	5,90	n.a.	n.a.
BPOST	BE	19,15	19,47	18,42	13,37	2,92	13,90	16,62	11,89	4,22
POSTNORD SVERIGE AB	SE	4,20	4,41	4,17	4,71	3,91	6,27	3,24	8,79	11,10
SOCIEDAD ESTATAL CORREOS Y TELEGRAFOS SA S.M.E.	ES	-2,99	12,51	2,81	-0,71	-0,46	-0,21	-0,40	3,57	3,43
POCZTA POLSKA S.A.	PL	n.a.	2,48	1,74	n.a.	2,80	1,02	-1,76	n.a.	n.a.
POSTI OY	FI	2,93	4,05	4,60	5,85	2,77	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.
POST DANMARK A/S	DK	-3,54	-2,83	-1,81	-1,86	2,29	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
AN POST OR, IN THE ENGLISH LANGUAGE, THE POST OFFICE	IE	0,63	0,30	0,70	-2,17	0,28	0,73	0,71	3,68	3,33
ČESKÁ POŠTA, S.P.	CZ	1,37	1,00	1,33	1,24	1,76	0,96	2,66	3,80	3,97
MAGYAR POSTA ZÁRTKÖRŰEN MŰKÖDŐ RÉSZVÉNYTÁRSASÁG	HU	0,55	-2,10	0,07	-1,39	1,37	1,96	3,15	3,99	3,13
SLOVENSÁ POŠTA, A.S.	SK	2,28	1,97	1,85	0,00	-2,34	-3,04	2,30	1,94	3,88
COMPANIA NATIONALA POSTA ROMANA SA	RO	-2,37	3,43	-3,00	-4,99	-14,75	-9,19	-14,47	-0,80	2,14
HP D.D.	HR	10,87	8,21	3,45	-1,08	2,75	2,25	3,70	-12,35	-9,21
POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	SI	3,17	3,47	1,10	4,16	8,70	7,30	8,90	8,36	8,68
SRBIJA	RS	10,54	11,40	8,09	4,68	7,27	5,05	1,91	-3,07	-0,64
БЪЛГАРСКИ ПОЩИ ЕАД	BG	-1,20	-1,61	-0,72	-8,54	-6,11	1,22	-4,37	2,67	8,49
AB LIETUVOS PAŠTAS	LT	0,36	1,02	1,97	-3,08	1,21	-6,13	-30,30	-13,21	0,64
LATVIJAS PAŠTAS AS	LV	5,05	3,10	8,75	10,14	4,39	0,49	n.a.	n.a.	n.a.
ÍSLANDSPÓSTUR OHF.	IS	-0,36	0,95	-0,01	2,65	-0,85	1,01	n.a.	3,43	4,74
JP BH POŠTA D.O.O. SARAJEVO	BA	n.a.	0,16	-0,81	-4,66	-4,01	-6,73	-2,99	-3,50	-2,62
LIECHTENSTEINISCHE POST AKTIENGESELLSCHAFT	LI	1,48	2,51	1,94	3,57	2,61	0,03	3,36	1,16	4,32
ÅLAND POST AB	FI	4,34	5,64	5,13	7,41	8,27	10,27	8,99	9,03	n.a.
SRPSKE POŠTE A.D.	BA	-1,40	-0,43	-13,14	-18,60	-24,67	-15,75	-12,97	-10,39	-28,87
MAKEDONSKA POSHTA SKOPJE AD	MK	-0,76	0,09	9,62	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
POŠTA CRNE GORE A.D.	ME	9,85	9,95	n.a.	6,12	5,90	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
HP D.O.O. MOSTAR	BA	n.a.	-2,19	-4,82	-10,22	-10,73	-28,26	2,95	2,86	3,42

Allikas: Amadeus andmebaas 2017

LISA 3. EBIT marginaalid (%) Põhjamaades ja Kesk- ja Ida-Euroopa riikides universaalset postiteenust pakkuvates võrdlusvalimisse kuuluvates ettevõtetes 2007-2015.

Ettevõtte	Riik	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
POSTEN NORGE AS	NO	0,953	3,454	2,713	2,757	4,16	7,26	1,775	1,256	3,942
POSTNORD SVERIGE AB	SE	4,195	4,407	4,166	4,711	3,909	6,27	3,242	8,794	11,1
POCZTA POLSKA S.A.	PL	n.a.	2,483	1,743	n.a.	2,804	1,02	-1,764	n.a.	n.a.
POSTI OY	FI	2,928	4,054	4,6	5,847	2,771	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.
POST DANMARK A/S	DK	-3,535	-2,827	-1,805	-1,864	2,293	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ČESKÁ POŠTA, S.P.	CZ	1,367	0,996	1,332	1,235	1,761	0,964	2,663	3,801	3,972
MAGYAR POSTA ZÁRTKÖRŰEN MŰKÖDŐ RÉSZVÉNYTÁRSASÁG	HU	0,551	-2,099	0,072	-1,393	1,368	1,96	3,146	3,99	3,125
SLOVENSKÁ POŠTA, A.S.	SK	2,281	1,967	1,851	0,004	-2,339	-3,039	2,302	1,936	3,875
COMPANIA NATIONALA POSTA ROMANA SA	RO	-2,368	3,427	-2,996	-4,994	-14,75	-9,194	-14,47	-0,799	2,138
HP D.D.	HR	10,87	8,211	3,448	-1,081	2,745	2,25	3,699	-12,35	-9,206
POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	SI	3,173	3,472	1,099	4,155	8,703	7,301	8,901	8,364	8,676
SRBIJA	RS	10,54	11,4	8,092	4,682	7,268	5,048	1,908	-3,067	-0,639
БЪЛГАРСКИ ПОЩИ ЕАД	BG	-1,197	-1,614	-0,716	-8,535	-6,114	1,218	-4,374	2,67	8,493
AB LIETUVOS PAŠTAS	LT	0,358	1,022	1,974	-3,082	1,212	-6,125	-30,3	-13,21	0,644
LATVIJAS PASTS AS	LV	5,049	3,099	8,751	10,14	4,386	0,492	n.a.	n.a.	n.a.
ÍSLANDSPÓSTUR OHF.	IS	-0,361	0,948	-0,005	2,65	-0,854	1,006	n.a.	3,432	4,738
JP BH POŠTA D.O.O. SARAJEVO	BA	n.a.	0,155	-0,806	-4,657	-4,01	-6,734	-2,989	-3,498	-2,619
ÅLAND POST AB	FI	4,343	5,642	5,128	7,406	8,271	10,27	8,99	9,031	n.a.
SRPSKE POŠTE A.D.	BA	-1,396	-0,426	-13,14	-18,6	-24,67	-15,75	-12,97	-10,39	-28,87
MAKEDONSKA POSHTA SKOPJE AD	MK	-0,755	0,088	9,622	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
POŠTA CRNE GORE A.D.	ME	9,85	9,945	n.a.	6,118	5,898	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
HP D.O.O. MOSTAR	BA	n.a.	-2,19	-4,815	-10,22	-10,73	-28,26	2,948	2,855	3,415

Allikas: Amadeus andmebaas 2017

LISA 4. Ärikasumi marginaali ja ROIC kasutamine ärikasumi prognoosimisel Eesti erinevatel tegevusaladel.

Kahe-numbriline haru EMTAK2008 alusel	Meetodite täpsus	Kahe-numbriline haru EMTAK2008 alusel	Meetodite täpsus
0	ROIC on täpsem	46	Käibemarginaal on täpsem
1	ROIC on täpsem	47	ROIC on täpsem
2	Käibemarginaal on täpsem	49	ROIC on täpsem
3	Käibemarginaal on täpsem	50	ROIC on täpsem
4	ROIC on täpsem	51	Käibemarginaal on täpsem
5	ROIC on täpsem	52	ROIC on täpsem
6	ROIC on täpsem	53	Käibemarginaal on täpsem
7	ROIC on täpsem	55	Käibemarginaal on täpsem
8	ROIC on täpsem	56	ROIC on täpsem
9	ROIC on täpsem	58	Käibemarginaal on täpsem
10	ROIC on täpsem	59	ROIC on täpsem
11	ROIC on täpsem	60	Käibemarginaal on täpsem
13	ROIC on täpsem	61	ROIC on täpsem
14	ROIC on täpsem	62	Käibemarginaal on täpsem
15	Käibemarginaal on täpsem	63	ROIC on täpsem
16	ROIC on täpsem	64	Käibemarginaal on täpsem
17	ROIC on täpsem	65	Käibemarginaal on täpsem
18	ROIC on täpsem	66	Käibemarginaal on täpsem
19	Käibemarginaal on täpsem	68	Käibemarginaal on täpsem
20	Käibemarginaal on täpsem	69	ROIC on täpsem
21	Käibemarginaal on täpsem	70	ROIC on täpsem
22	ROIC on täpsem	71	Käibemarginaal on täpsem
23	ROIC on täpsem	72	ROIC on täpsem
24	Käibemarginaal on täpsem	73	Käibemarginaal on täpsem
25	Käibemarginaal on täpsem	74	Käibemarginaal on täpsem
26	Käibemarginaal on täpsem	75	Käibemarginaal on täpsem
27	Käibemarginaal on täpsem	77	Käibemarginaal on täpsem
28	Käibemarginaal on täpsem	78	Käibemarginaal on täpsem
29	ROIC on täpsem	79	Käibemarginaal on täpsem
30	ROIC on täpsem	80	Käibemarginaal on täpsem
31	ROIC on täpsem	81	ROIC on täpsem
32	Käibemarginaal on täpsem	82	ROIC on täpsem
33	Käibemarginaal on täpsem	85	ROIC on täpsem
35	Käibemarginaal on täpsem	86	Käibemarginaal on täpsem
36	Käibemarginaal on täpsem	87	Käibemarginaal on täpsem
37	Käibemarginaal on täpsem	88	Käibemarginaal on täpsem
38	Käibemarginaal on täpsem	90	ROIC on täpsem
39	ROIC on täpsem	91	ROIC on täpsem
41	Käibemarginaal on täpsem	92	ROIC on täpsem
42	Käibemarginaal on täpsem	93	Käibemarginaal on täpsem
43	Käibemarginaal on täpsem	95	Käibemarginaal on täpsem
45	Käibemarginaal on täpsem	96	ROIC on täpsem

LISA 5. Ärikasumi marginaali ja ROIC kasutamine ärikasumi prognoosimisel Eesti erineva kapitaliintensiivsusega (hinnatuna kapitalimahukuse suhtarvu alusel) ettevõtetes.

Kapitali intensiivsuse grupp	Meetodi täpsus	Koguvara töötaja kohta, keskmine (eurodes)
1	Käibemarginaal on täpsem	1099
2	Käibemarginaal on täpsem	2496
3	Käibemarginaal on täpsem	3739
4	Käibemarginaal on täpsem	5043
5	Käibemarginaal on täpsem	6475
6	Käibemarginaal on täpsem	8055
7	Käibemarginaal on täpsem	9822
8	Käibemarginaal on täpsem	11801
9	Käibemarginaal on täpsem	14072
10	Käibemarginaal on täpsem	16722
11	Käibemarginaal on täpsem	19787
12	ROIC on täpsem	23292
13	Käibemarginaal on täpsem	27505
14	ROIC on täpsem	32674
15	ROIC on täpsem	39308
16	ROIC on täpsem	48142
17	Käibemarginaal on täpsem	60613
18	ROIC on täpsem	81558
19	Käibemarginaal on täpsem	126121
20	Käibemarginaal on täpsem	758054

LISA 6. Ärikasumi marginaali ja ROIC kasutamine ärikasumi prognoosimisel Eesti erineva kapitaliintensiivsusega (hinnatuna reguleeritava vara suhtarvu alusel) ettevõtetes.

Reguleeritud kapitali intensiivsuse grupp	Meetodi täpsus	Reguleeritud vara töötaja kohta, keskmine (eurodes)
1	Käibemarginaal on täpsem	250
2	Käibemarginaal on täpsem	768
3	Käibemarginaal on täpsem	1212
4	Käibemarginaal on täpsem	1665
5	Käibemarginaal on täpsem	2148
6	Käibemarginaal on täpsem	2681
7	Käibemarginaal on täpsem	3290
8	Käibemarginaal on täpsem	3993
9	Käibemarginaal on täpsem	4822
10	ROIC on täpsem	5813
11	ROIC on täpsem	6980
12	Käibemarginaal on täpsem	8433
13	Käibemarginaal on täpsem	10278
14	Käibemarginaal on täpsem	12655
15	Käibemarginaal on täpsem	15710
16	Käibemarginaal on täpsem	19822
17	Käibemarginaal on täpsem	25674
18	Käibemarginaal on täpsem	34649
19	Käibemarginaal on täpsem	51364
20	Käibemarginaal on täpsem	198516