

# ***Kasum, rentaablus ja ettevõtte väärtus***

© Armin Laidre  
[armin.laidre@netekspert.com](mailto:armin.laidre@netekspert.com)  
Tallinn 2004

## ***Mis on kasum?***

Selle artikli lehekülgedel me eeldame, et äriühingu peamiseks eesmärgiks on kasumi teenimine ja firma väärtuse kasvatamine. Vaatleme mõisteid kasum, rentaablus ja väärtus lähemalt.

### ***Raamatupidamislik kasum***

Üldiselt mõeldakse sõna “kasum” all ühte kokkuvõtvat näitajat ettevõtte majandustulemuste kohta, järgides raamatupidamise valdkonnas kehtivaid reegleid ja arvutusmudeleid. Tekkepõhisel arvestusel põhinev kasum loomulikult peegeldab seda, kas ettevõttel on läinud hästi või halvasti. Mõõtes tulude ja kulude vahet aruandeperioodis, näitab kasuminumber justkui sobivat lõpptulemust, mille kaudu firma saavutusi hinnata. Siiski, raamatupidamislikul kasumil on olulised puudused. Esiteks, raamatupidamisliku kasumi näol on tegemist numbriga, mille rehkendamisel on arvesse võetud rohkem ühiskonna (loe: maksuameti) ja vähem omanike huvisid. Me ei hakka siinkohal süvenema detailidesse, kuidas tulusid ja kulusid ametlikes kasumiaruannetes käsitletakse (millised on lubatud ja mittelubatud mahaarvamised, korrektsioonid, edasi- ja tagasikanded jne.) - arvatavasti on igale äriühingule juba intuiitiivselt tunnetatav, et raamatupidamislik kasum ei peegelda adekvaatselt tegelikku majanduslikku kasumit. Tegelikku kasumi kajastamiseks tuleb arvesse võtta ka omakapitalikulu, ning just seda kirjet raamatupidamislik kasumiarvutus ei sisalda. Kui vaadelda ametlikes kasumiaruannetes näidatud kulusid, kajastuvad seal ainult raamatupidamiskannetest pärit transaktsioonid. Kuigi firmade omanike seas võib olla teisi äriühinguid, jõuame omistussuhteid kaardistades alati välja

füüsiliste isikuteni, kelle eesmärgiks on isikliku vara kasvatamine. Need inimesed, ettevõtete osanikud ja aktsionärid, ei ole paigutanud oma vara firmadesse tasuta. Igal ettevõttesse investeeritud kroonil on olemas hind. Paraku seda hinda ehk omakapitalikulu me raamatupidamisest ei leia. Milline oleks siis arusaam tegelikust kasumist? Vaatleme seda kahel viisil, esiteks: tulude ja kulude vaates (absoluutväärtuses) ning teiseks suhtarvude kaudu.

### Kasum tulude ja kulude vahena

Tulusid ja kulusid võib mõista tekke- ja kassapõhistena. Äriühingud peavad arvestust tekkepõhiselt. Tulu või kulu loetakse “tekkinuks” siis, kui on toimunud majandustehing ja selle kohta on olemas algdokument. Seevastu investeeringute tasuvuse ja ettevõtte väärtuse hindamisel vaadeldakse tulusid ja kulusid kassapõhiselt, kus määravaks teguriks rahavood ja nende ajaline asetuse. Loeme siinkohal lihtsuse mõttes tekke- ja kassapõhised tulud/kulud ühilduvaks ja vaatleme, milline võiks välja näha üks universaalne kasumivalem. See oleks selline:

**KASUM = TULUD – ÄRIKULUD – LAENUDE KULU – VALITSUSE KULU – OMAKAPITALIKULU**

TULUD – so kõik tulud, mida ettevõtte saab oma äritegevuse tulemusena.

ÄRIKULUD – need on kõik kulud ja väljaminekud, mis on seotud ettevõtte äritegevusega. Lühiajalises vaates jagunevad ärikulud muutuvateks (müügitulust sõltuvad) ja püsivateks (kulud ettevõtte käigushoidmiseks). Pikemas perspektiivis on kõik kulud muutuvad (enamasti kasvavad). Ärikulude hulka kuulub ka kulum, mille kaudu põhivarade soetamiseks tehtud väljaminekud jaotatakse varade kasutusperioodile.

LAENUDE KULU – see on tasu võõrkapitali kasutamise eest: intressid, lepingutasud, kohustuslikud varakindlustused jm. – kõik sellised kulud ja väljaminekud, mida saab seostada laenude, kapitaliliiside, arvelduskrediidi, võlakirjade ja teiste laenukohustuste kandmisega.

VALITSUSE KULU – siia alla kuulub ettevõtte tulumaks (Eestis maksustatakse kasumit selle väljamaksmisel omanikele), aga ka muud maksud ja lõivud, mida ühiskond valitsuse kaudu äriühingutele kehtestab.

OMAKAPITALIKULU – see on just see kirje, mis puudub ametlikust kasumiaruandest. Omakapitali kulu on arvestuslik. Seda ei peegelda ka rahavoogude aruanne. Kuna omanikud enamasti ei võta teenitud raha ettevõtetest kohe välja, vaid akumulatsioonid seda sobiva hetkeni, tuleb antud kulu siiski perioodiliselt arvesse võtta. Tavaliselt ei tee seda tegevjuhid, vaid need, kes

vaatlevad ettevõtet vahendina uute väärtuste loomisel (omanikud, pankurid, riskikapitalistid jt.) Ainult omakapitalikulu arvestades saame rääkida ettevõtte tegeliku kasumlikkuse hindamisest, nii et arvesse võetakse tõepoolest kõik kulud. Omakapitalikulu avaldub tulunormi kaudu, milleks on omanike poolt seatud eesmärk ettevõtte omakapitalirentaablusele. Omakapitali hind ehk tulunorm näitab ärijuhtidele, milline peab olema omanike käsutusse jääv tuluosa (otsesemalt: nende käsutusse jääv vaba raha ettevõttes), suhtena ettevõtte omakapitali suurusesse.

Näiteks, kui ettevõtte omakapital on 10 milj. kr ja tulunormiks on seatud 20%, on omakapitalikuluks:

$$10\,000\,000 \times 0,20 = 2\,000\,000 \text{ kr aastast.}$$

Kui arvestust peetakse kuude või kvartalite lõikes, tuleks aastane omakapitalikulu jagada vastavale arvestusperioodile.

Olles nüüd esitanud üldise kasumivalemi, vaatleme veel ühte selgitavat näidet: Olgu meil ettevõtte, mille raamatupidamislik aastakasum oli 2 milj. kr. Olgu meil ka teada, et selle ettevõtte keskmine omakapital aruandeperioodil oli 10 milj. kr. Küsimus: kas ettevõtte on kasumlik? Vastus: JAH ja EI.

EI – kui omanike tulunorm oleks suurem kui 20%,

JAH – kui omanike tulunorm oleks alla 20%.

Antud näite puhul, kus tulunormiks on seatud 20%, on ettevõtte tegelik kasum null. See tähendab seda et kõik huvigrupid - äripartnerid, tarnijad, töötajad, laenuandjad, valitsus, ning ka omanikud ise, on ettevõtet kätte saanud selle minimaalse tasu, milleks neil on olnud otsene või kaudne õigus. Ettevõtte oleks tõeliselt kasumlik siis, kui peale kõikide huvigruppide rahuldamist raha veel üle jääks. Antud näite puhul, kui raamatupidamislik kasum oleks olnud 2 100 000 kr, siis sellest 100 000 kr võiks nimetada tegelikuks kasumiks. Omanike tulunormi võib mõista kui minimaalset tasu nende poolt tehtud investeeringu kasutamise eest, mille juures arvestatakse raha üldist hinda ning ettevõttega seotud riske. Fundamentaalne reegel on selline:

*Ettevõtte on tegelikult kasumlik siis, kui omanike käsutusse jääb rohkem väärtust, kui on vajalik tulunormi katmiseks.*

#### Kasum suhtarvude kaudu

Eespool vaatlesime, kuidas kujuneb tegelik kasum ettevõtte tulude ja kulude vahena ehk

absoluutse näitajana. Kasumlikkust võib hinnata ka suhtarvude abil. Siin on kaks lähenemisviisi:

1. Omanike seisukohalt on ettevõtte kasumlik, kui selle omakapitalirentaablus on suurem kui omanike seatud tulunorm. Seega võrreldakse ühelt poolt omakapitalirentaablust (ROE – *Return on Equity*) ja teiselt poolt omakapitali “hinda” ehk tulunormi. Selgituseks: kui te laenate sõbrale raha ja küsite selle eest intressi 10% aastas, siis see ongi teie tulunorm.
2. Ärijuhtide seisukohalt on ettevõtte kasumlik, kui nende käsutusse antud kapitali rentaablus on kõrgem selle kapitali hinnast. Kogukapitalirentaablus (ROA – *Return on Assets*) rehkendamiseks jagatakse väljateenitud ärikasum ettevõtte kogukapitali (*Net Operating Assets*) suurusega. Kogukapital moodustub käibekapitalist ja põhivaradest. Käibekapital omakorda koosneb käibevaradest, millest on lahutatud lühiajalised kohustused (need, mis ei kanna intressi). Kapitali hind kujutab endast kõikide finantseerimisallikate (laenud, liisingud, omakapital) kaalutud keskmist hinda. Kui kogukapitalirentaablus ületab kapitali hinna, töötab ettevõtte kasumlikult.

Kokkuvõttes: tegelikku kasumlikkust võib hinnata kahel viisil, väljendades seda absoluutarvuna või rentaablusena suhtarvuliselt. Olulised on järgmised aspektid:

- Raamatupidamislik- ja tegelik kasum võivad olla erinevad, kuid nende allikaks on üks – kapitalistlik äriühing.
- Peamine, mis jäetakse arvesse võtmata ametlikus kasumiaruandes, on arvestuslik tasu omakapitali kasutamise eest (omakapitalikulu). Seega ei kajasta raamatupidamislik kasum alati ettevõtte tegelikku kasumlikkust.
- Ettevõtte on kasumlik, kui selle müügitulud ületavad kõikide huvigruppide kasuks arvestatud kulusid, sh omakapitalikulu.

## ***Kasumi ja rentabluse hindamine: fundamentaalnäitajad***

Eelnevalt me kirjeldasime, mida kasumi ja rentabluse all mõistetakse. Vaatleme nüüd mõningaid näitajaid, mille kaudu omanikud ja ärijuhid ettevõtte kasumit ja rentablust mõõdavad. Piirdume kõigest kolme näitaja tutvustamisega: EVA (*Economic Value Added*), ROE (*Return on Equity*) ja ROA (*Return on Assets*). Nende näitajate kaudu saab iga ettevõtte tegelikku kasumlikkust ja rentablust piisaval määral iseloomustada.

### EVA

EVA mõõdab ettevõtte poolt aruandeperioodis teenitud tegelikku kasumit, võttes arvesse kõik kulud, sealhulgas omakapitalikulu. Seega ei ühti EVA raamatupidamisliku puhaskasumiga. Ettevõtte on kasvanud väärtust, kui EVA on positiivne. Loomulikult mõeldakse siin väärtuse loomist omanikele, mitte töötajatele, klientidele või teistele huvigruppidele. Seega on EVA kitsalt erakapitali huve kaitsev kontseptsioon. Kui  $EVA = 0$  tähendab see seda, et firma on teeninud täpselt niipalju tulu, mis on vajalik kõikide kulude katmiseks, sh rahuldamiseks nõutud omakapitali tulunormi. EVA arvutusvalemeid on mitmeid. Esitaksime siinkohal ühe sellise, mis ei sarnane väliselt EVA autorite poolt antud mudeliga, kuid mis väljendab sisuliselt sama põhimõtet:

$$EVA = \text{Ärikasum} - \text{Tulumaks} - \text{Intressikulud} - (\text{Omakapital} * \text{Omakapitali tulunorm})$$

Seega on EVA arvutamise juures lähtutud lihtsast põhimõttest, et kasumi all mõeldakse tulude ja kõikide kulude vahet.

### ROE

ROE (*Return on Equity*) ehk omakapitalirentaablus väljendab ettevõtte omanike poolt tehtud investeringu tasuvust. Seda mõõdetakse puhaskasumi suhtena omakapitali suurusesse. ROE rehkendamisel võetakse aluseks raamatupidamislik puhaskasum, sest just see jääb omanike käsutusse peale kõiki mahaarvamisi (ärikulud, intressid, tulumaks).

$$ROE = \text{Puhaskasum} / \text{Omakapital} * 100\%$$

ROE ei iseloomusta ettevõtte rentablust terviklikult, vaid pelgalt selle kaudu, kuidas teenitud puhaskasum kõrvutub omanike investeringuga. Osanikel ja aktsionäridel on võimalik

omakapitalirentaablust mõjutada dividendipoliitikaga. Dividendide väljamaksmisel omakapital väheneb ning omakapitalirentaablus suureneb (seda muidugi eeldusel, et puhaskasum jääb samaks). Efektiivselt majandav ettevõtte peaks hoidma omakapitali suurust optimaalsel tasemel. Kuna omakapitali tulunorm on tavaliselt kõrgem kui laenuintress, on teatud piirini õigustatud võõrkapitali kasutamine. Kui aga laenude osakaal liialt suureneb, muutub ettevõtte riskantsemaks. Liigest omakapitalist annab märku õigustamatu laovarude suurenemine, kasutamata raha pangas, kulude põhjendamatu kasv ning riskantsed investeeringud finantsinstrumentidesse. Kui ettevõtte ei laiene, on mõistlik liigest kapitalist vabaneda ehk maksta dividende.

### ROA

ROA (*Return on Assets*) ehk kogukapitalirentaablus näitab, kui edukalt kapitalistlikku ettevõtet majandatakse. Sisuliselt mõõdetakse sellega kogukapitali kasutamise efektiivust. Selle näitaja arvutamisel võetakse aluseks ärikasum (*EBIT – Earnings Before Interest and Taxes*), millest peavad osa saama kapitali omanikud ja valitsus (omakapitalikulu, intressid, tulumaks). Kogukapitali all tuleb silmas pidada ainult seda osa varadest, mis on finantseeritud omanike ja laenuandjate poolt:

Kogukapital = Omakapital + Võõrkapital.

Kogukapital koosneb kahest osast:

1. Käibekapital, so käibevarad, millest on lahutatud lühiajalised kohustused (need, mis ei kanna intressi),
2. Põhivarad.

Kogukapital = Käibekapital + Põhivarad

**ROA = Ärikasum / Kogukapital \* 100%**

ROA vaatleb ettevõtte rentaablust üldiselt ja iseloomustab, kui efektiivselt oskab firma tegevjuhtkond nende käsutusse antud ressursse majandada. Kuidas saab kindlaks teha, kas ROA on “hea” või “halb”? Selleks proovikiviks on kapitali hind. Tegevjuhtide käsutusse usaldatud varadel on kindlad omanikud. Need on ettevõtte osanikud ja laenuandjad. Osanikud on omakapitalile kehtestanud hinna ehk tulunormi, laenude hinda väljendab intressimäär. Kui nüüd oma- ja võõrkapitali kasutamise eest küsitavad hinnad summeerida, saamegi kapitali hinna, mida

kõrvutatakse ROA-ga. Kui ROA on kapitali hinnast suurem, on ettevõtte äritegevus tasuv, vastasel juhul aga mitte.

Toome näite:

Ettevõtte ROA oli majandusaasta lõikes 20%. Olgu selle äriühingu omakapitali suuruseks 3 milj kr ja laenude summaks 1 milj kr. Seega on omakapitali “kaaluks” 0.75 ja võõrkapitali “kaaluks” 0.25. Omakapitali tulunorm on 20% ning intressimäär 10%. Arvutame kapitali hinna, täpsemal selle kaalutud keskmise hinna (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*):

$$\text{Kapitali hind} = 20\% \times (0.75) + 10\% \times (0.25) = 17.5\%$$

Kuna ROA väärtus (20%) ületab kapitali hinna (17%), hinnatakse selle ettevõtte majandustegevus tasuvaks.

Niisiis, oleme tutvustanud kolme põhilist kasumi ja rentaabluse fundamentaalnäitajat: EVA, ROE ja ROA. Kokkuvõttes:

1. EVA (*Economic Value Added*) mõõdab tegelikku kasumit ehk tulude ja kulude vahet absoluutsel skaalal, erinedes raamatupidamislikust kasumist peaausjalikult selle poolest, et arvesse võetakse ka omakapitalikulu.
2. ROE (*Return on Equity*) ehk omakapitalirentaablus, on näitaja, mis huvitab eelkõige ettevõtte omanikke (nemad saavad ka omakapitali suurust dividendide kaudu muuta). Kaaludes saavutatud ROE-d omakapitali hinna ehk tulunormiga, otsustavad osanikud, kas investering sellesse firmasse on olnud kasumlik või mitte.
3. ROA (*Return on Assets*) – kogukapitalirentaablus ehk näitaja, mis aitab iseloomustada ettevõtte kasumlikkust tervikuna. “Hea” ROA eest vastutavad tegevjuhid. Saavutatud ROA-d tuleb võrrelda kapitali hinnaga. Kasumliku ettevõtte ROA peab olema suurem, kui on kapitali kaalutud keskmine hind.

### **Ettevõtte väärtus**

Ettevõtte väärtus on näitaja, mis kehtib nüüd ja praegu - täna. Erinevalt kasumlikkuse hindamisest, ei mõõdetata ettevõtte väärtust perioodi kokkuvõttena, vaid väljendatakse hetkehinnanguna. Firma väärtus on hind, mida ettevõtte omamise ja kontrollimise eest küsitakse.

Kui rääkida aktsiatest või osadest, siis nende hind ei ole lineaarne: 51% firma põhikapitalist võib olla kaugelt väärtuslikum kui 49%, kuigi matemaatiliselt on vahe kõigest 2%.

Ettevõtte ei ole paagitais bensiini või klaas külma õlut, mille lühiajalist tarbimisväärtust saab kõrvutada numbriga rahatähel. Firmade näol on tegemist ajas piiramata tegevust evivate institutsioonidega. Seega peab väärtus, kui numbriline hinnang, kandma endas ajaliselt kokkusurutud, tulevikust-olevikku taandatud oletust selle kohta, milline võiks olla vaadeldava ettevõtte väärtus ostja või hindaja silmis. Kuidas oleks sellise väitega:

*Ettevõtte läheb kaubaks siis, kui müüja poolt küsitav hind on väiksem, kui firma väärtus ostja silmis.*

Ülatoodud väide aitab mõista, et tegutseva äriühingu väärtus on alati subjektiivne. Igal hindajal võib olla oma valem. Isegi börsil noteeritud firmade "hind" (aktsiate hulk korrutatud kehtiva noteeringuga) kõigub üles-alla uudiste, kuulduste ja tunnete mõjul. Fundamentaalses mõttes kehtib põhimõte, et ettevõtte väärtus võrdub omanike käsutusse tulevikus laekuvate rahavoogude nüüdisväärtusega. Kõlab natuke keeruliselt, kuid silmas peetakse lihtsalt seda, et need rahavood, mida omanikud tulevikus käsutada saaksid, tuleb ette ennustada ja kokku liita, võttes arvesse raha ajaväärtust. Raha ajaväärtus seisneb aga selles, et täna käes hoitav kroon on kallim sellest, mida lubatakse homme. Hindade vahe sõltub ettevõttega seotud riskidest.

- Ettevõtte väärtus on hinnang selle kohta, mida tulevikus genereeritavad vabad rahavood täna väärt võiks olla. Kuna prognoosid on enamasti subjektiivsed, on ka väärtuse hinnang suhteline - iga hindaja võib saada erineva tulemuse.
- Tuleviku rahavoogude tänase väärtuse arvutamisel on määrava tähtsusega kapitali hind. Kui mõista ettevõtte väärtuse all selle omakapitali väärtust (100% osade või kogu aktsiapaki hind), tuleb rahavoogude diskonteerimisel kasutada omakapitali hinda ehk omanike tulunormi.

Toome siin lihtsa näite:

Meile pakutav ettevõtte genereerib uue omaniku käsutusse 1 milj. kr, kuid seda ühekordselt ja alles aasta pärast. Milline on selle ettevõtte hind, kas 1 milj. kr? Vastuse saamiseks peame endalt küsima, kui palju oleks meile täna väärt need 1 milj kr, mille omanikuks saame alles aasta pärast. See olekski tolle ettevõtmise väärtus ehk maksimaalne summa, mis oleks mõistlik loovutada.

Esmalt püstitame oma rahale hinna (tulunormi). Kui viiksim sama raha panka, teeniksim ehk

2% aastas. Arvestades aga, et antud juhul on tegu riskantse ettevõtmisega (kus me võime rahast üldse ilma jääda), lisame riskipremia, näiteks 8% ning saame oma tulunormiks 10%. See ongi kapitali hind, mida kasutame ettevõtte väärtuse hindamisel. Nüüd arvutame:

$$\text{Ettevõtte väärtus} = 1\,000\,000 / (1 + 10\%) = 909\,090 \text{ kr}$$

Seega, aasta pärast laekuva 1 miljoni väärtus on täna 909 090 kr. See olekski maksimaalne summa, mida sellise ettevõtmise eest tasuks maksta.