

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Henri Vesi

**BÖRSIETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS  
TEXTMAGIC NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Ärinduse õppekava, Ärirahanduse peeriala

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 6769 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Henri Vesi .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 134955TABB

Üliõpilase e-posti aadress: [henri.vesi@gmail.com](mailto:henri.vesi@gmail.com)

Juhendaja: Kalle Ahi:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

# SISUKORD

SISUKORD .....	3
LÜHIKOKKUVÕTE .....	5
SISSEJUHATUS .....	6
1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	8
1.1. Õiglase väärtuse hindamise olemus ja eesmärk .....	8
1.2. IPO hinnastamise olemus ja praktika .....	10
1.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....	11
1.4. Võrreldavate suhtarvude meetod .....	14
2. TEXTMAGIC AS .....	19
2.1. TextMagic AS tutvustus .....	19
2.2. TextMagic AS finantsanalüüs .....	21
3. TEXTMAGIC AS VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	26
3.1. TEXTMAGIC õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil .....	26
3.1.1. TextMagic AS vabade rahavoogude prognoosi .....	26
3.1.2. TextMagic AS kapitali kaalutud keskmine hind .....	29
3.1.3. Väärtuse leidmine .....	30
3.2. TextMagic AS aktsia õiglase väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil .....	31
3.3. Hinnang saadud tulemustele .....	33
KOKKUVÕTE .....	36
SUMMARY .....	37
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	40
LISAD .....	43

Lisa 1. Lihtlitsents .....	43
Lisa 2. Monday Media OÜ bilanss ja kasumiaruanne.....	44

# LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö peakiri on: Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS TextMagic Näitel. Töö eesmärgiks on välja selgitada AS TextMagic õiglase väärtus IPO hetkel ja selgitada selle erinevus turuhinnast. Eesmärgi saavutamiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodeid. Teema valik lähtub autori isiklikust huvist, kuivõrd viimastel aastatel on Balti börsil toimunud hulgaliselt IPOsid millest on võtnud osa suur hulk uusi ja kogenematuid jaainvestoreid.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil saadakse ettevõtte väärtus tulevikus genereeritavate rahavoogude põhjal, leides nende nüüdisväärtuse. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul võetakse aluseks hinnatava ettevõtte suhtarvud, mida kõrvutatakse võrdlusgrupi ettevõtete suhtarvudega, sealjuures on oluline, et võrdlusgrupp koosneks võrreldava ettevõttega võimalikult sarnastest ettevõtetest.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil sai autor aktsia, õiglaseks hinnaks 9,49 eurot ja võrreldavate suhtarvude meetodil sai autor aktsia õiglaseks hinnaks 7,50 eurot. Diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude kaalutud keskmiseks õiglaseks aktsia hinnaks sai autor 8,89 eurot. Diskonteeritud rahavoogude meetodi sensitiivsusanalüüsi tulemusena sai autor aktsia madalaimaks õiglaseks väärtuseks 7,02 eurot ja kõrgemaiks õiglaseks väärtuseks 10,42 eurot. Analüüsi tulemusena järeldas autor, et aktsia oli IPO hetkel alahinnatud.

Võtmesõnad: börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrreldavate suhtarvude meetod, sensitiivsusanalüüs, IPO, Baltic First North.

## SISSEJUHATUS

Maaailma majandus on olnud pikalt kasvufaasis, tsüklilisuse mõttes võib väita, et oleme tänaseks jõudnud haripunkti. Töötus on pikalt püsinud madalal ja tarbijate ostukindlus kõrgel. Üha enam leiab kõneainet investeerimise olulisus, sellele arutelule andis tugeva platvormi toimunud pensionireform, mille käigus paiskus turule suurel hulgal vaba raha. Peale toimunud pensionireformi algas Balti börsidel varasemast suurem tehingute aktiivsus, millele järgnes suurel hulgal uusi IPOsid, neist valdav osa alternatiivbörsil First North.

Investeerimise populaarsust on tõstnud ka populaarsed investeerimisblogijad ja kolumnistid, kes on oluliseks lüliks investeerimishuvi tõstmisel noorte seas, samuti rõhutatakse üha enam finantskirjaoskuse olulisust. Investeerimishuvi tõusu on oma panuse andnud ka igal aastal Eesti Pangaliidu korraldatav „Rahatarkuse kuu“.

Investeerimismaailmas on finantsinstrumente, millesse investeerida mitmeid, investeerimisotsuste tegemiseks on aga oluline finantsinstrumentide mõistmine. Üks lihtsamaid ja enim kasutustleidvaid investeerimissuundasid on aktsiainvesteeringud – siiski on erinevatel börsidel noteeritud ettevõtteid meeletult palju ja tihti tehakse aktsiaostudel otsuseid kas kõhutunde või brändi põhjal. Enamikes õpikutes eeldatakse, et investorid on oma investeerimisotsuseid tehes ratsionaalsed, tegelikkus on aga vastupidine – enamik jaeinvestoreid ei tee otsuseid kaalutletult ja faktipõhiselt, tihti ei pruugi jaeinvestoril olla ka põhiteadmiseid aktsiate hindamiseks.

Siiski on läbi põhjaliku ja teadliku analüüsi võimalik teha ratsionaalseid investeerimisotsuseid, seda läbi ettevõtte õiglase väärtuse mõistmise. Ettevõtte õiglase väärtuse teadmine ei ole oluline aga ainult aktsiaturgudele investeerimise aspektist, vaid ka ettevõtte rahanduse ja ettevõtete ostu-müügi tehingute aspektist. Täna majanduse haripunktis on tipus ka börsid, avalikus meedias on palju arutletud, kas börsiindeksid on täna ehk tõusnud ebareaalsetesse kõrgustesse ja seda suuresti tänu investorite hoogsale kauplemisele. Konkreetsed numbrid, mille saame analüüsida tulemusel, aitavad investeerimisel teha ratsionaalseid otsuseid ja vältida emotsionaalseid oste ja müüke.

Käesolevas töös keskendub autor aktsia õiglase väärtuse hindamisele esmase enampakkumise, ehk IPO hetkel. Teemavalik on tingitud autori isiklikust huvist ja seda on motiveerinud viimastel aastatel

üha enam aktiveerunud aktsiaturud, kus aktsia hinnad on väga tihti ületanud nende õiglaseid väärtuseid. Samuti on First North nimekirjas olevad ettevõtted saanud põhinimekirjas olevatest vähem tähelepanu ja on seega vähem analüüsitud.

Töö eesmärgiks on välja selgitada TextMagic AS-i õiglase väärtus selle IPO hetkel, võrrelda seda IPO hinnaga ja selgitada välja kas investorid on maksnud aktsia eest õiglast hinda. Õiglase väärtuse hindamisel kasutab autor laialdaselt kasutatavat rahavoogude diskonteerimist ja võrdlevate suhtarvude meetodit.

Autor on püstitanud järgmised uurimisküsimused:

1. Milline on TextMagic AS õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
2. Milline on TextMagic AS õiglase väärtus võrdlevate suhtarvude meetodil?
3. Kas aktsia oli IPO hetkel õiglaselt hinnastatud?

Käesolev bakalaureusetöö on jagatud kolme peatükki. Töö esimene peatükk keskendub teoreetilisele taustale, kus on kirjeldatud ettevõtte õiglase väärtuse hindamist, selle olemust ja kasutatavaid meetodeid, samuti IPO olemust. Töö teine osa keskendub TextMagic AS-i taustale ja finantstulemustele. Kolmandas osas teostab autor TextMagic AS-i õiglase väärtuse hindamise ja annab hinnangu saadud tulemustele.

# 1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

## 1.1.Õiglase väärtuse hindamise olemus ja eesmärk

Igal varal on väärtus. Eduka investeerimise võtmeks on investeringu väärtuse mõistmine ja arusaamine, mis on selle investeringu väärtuse allikas. Õiglase väärtuse hindamisega kaasneb alati teatav ebakindlus, mis tuleneb tihti hinnatavast varast endast, mida võib omakorda süvendada kasutatav hindamismeetod. (Damodaran A. , 2002)

Üks investeerimise postulaatidest on, et investor ei maksa vara eest mitte kunagi rohkem, kui see on väärt – miski, mida unustatakse ja taasavastatakse igas põlvkonnas ja igal turul. Paljud väidavad, et väärtus peitub vaataja silmis, ja iga hind on õigustatud, kui seda ollakse valmis maksuma. Finantsinvesteeringuid tehakse siiski tulevikus tekkivate rahavoogude pärast, mis tähendab, et makstav hind peab peegeldama investorile tulevikus genereeritavaid rahavoogusid. (Damodaran A. , 2002)

Iga investor ootab teatavalt investeringult tulu. Minimaalne nõutav tulumäär näitab investori nõutavat minimaalset tulusust teatavalt investeringult teatud ajaperioodil, võttes arvesse vara riski. Minimaalne nõutav tulumäär peegeldab piirmäära millega on investori võetud risk õiglaselt kompenseeritud. (Pinto et al., 2010)

Ettevõtte väärtuse hindamine on vajalik ja kasulik nii portfelli halduses, ettevõtte omandamisel/üleostul, kui ettevõtete rahanduses. Portfelli halduses määrab hindamise rolli suuresti investori investeerimisfilosoofia. Kui aktiivsele investorile mängib väärtuse hindamine võrdlemisi suurt rolli, siis passiivsele mitte. Investorid hoiavad tihti enda portfellis alahinnatud aktsiaid lootes, et selline portfell näitab paremaid tulemusi. Erinevalt portfelli haldusest mängib ettevõtte omandamisel väärtuse hindamine kesksel rollil. Enne ostupakkumise tegemist peab ostja teadma ettevõtte õiglast väärtust ja müüja peab selgeks tegema endale mõistliku müügihinna, võttes arvesse ettevõtte õiglast väärtust. Ettevõtte väärtus võib olla ostja ja müüja jaoks erinev (Fernandez, 2007).



Ettevõtte rahanduses on õiglase väärtuse hindamine oluline ettevõtte väärtuse maksimeerimisel – seda eelkõige juhtimisotsuste tegemiseks. Ettevõtte rahanduses kasutatakse väärtuse hindamist parimate võimalike otsuste tegemisel – sh dividendipoliitika otsustamisel, raha kaasamisel ja restruktureerimisel. (Damodaran A. , 2002)

Ettevõtte rahanduses on ettevõtte väärtuse hindamise mehhanismide mõistmine kriitilise tähtsusega, kuivõrd hindamine aitab leida organisatsiooni sees nii enim majanduslikku väärtust loovaid kohti, kui ka enim majanduslikku väärtust lõhkuvaid kohti. Ostu-müügi tehingute puhul annab õiglase väärtuse hindamine ostjale teada maksimaalse hinna, mida ta peaks olema valmis maksma ja müüjale kõige madala hinna, mida ta peaks olema valmis aktsepteerima. (Fernandez, 2007)

Ettevõtted kaasavad investeringuteks raha nii investoritelt kui laenuandjatelt – mõlemad panustavad oma raha, et teenida tulu. Investorite oodatav tulu sisaldab kapitaliriski preemiat, laenuandjal aga preemiat kohustuste mittetäitmise riskilt – seda nimetame kapitali hinnaks. (Damodaran A. , 2002)

Aksia väärtuse hindamine on üks keerulisemaid toiminguid finantsanalüüsis. Rahanduse üks põhitõdedest on, et vara väärtus põhineb tema tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusel. See tähendab olemuselt omakorda aga tuleviku ennustamist. Peamiselt kasutatakse ettevõtete hindamiseks kahte meetodit – fundamentaalanalüüs ja tehniline analüüs (Jordan & Miller Jr., 2008). Fundamentaalanalüüs on üks laiemalt kasutatavaid ja ühtlasi lihtsamaid meetodeid hindamaks ettevõtte õiglast väärtust, kasutades ettevõtte finantsaruandeid. Ettevõtte võib olla nii üle-, kui alahinnatud, see tähendab, et ettevõtte väärtus erineb tema õiglasest väärtusest. Fundamentaalanalüüsi üks olulisemaid osi on tulevaste kasumite, dividendide ja riskide hindamine. Õiglase väärtuse leidmiseks kasutatakse fundamentaalanalüüsis erinevaid meetodeid, nendeks on: diskonteeritud rahavoogude meetod, suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod. Suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod on omavahel tugevalt seotud ja selletõttu kasutatakse neid enamasti koos. Suhtarvude meetodi puhul valitakse võrreldavateks ettevõteteks sarnasel tegevusalal tegutsevad ja sarnase suurusega ettevõtted. (Baresa, et al. , 2013)

## 1.2.IPO hinnastamise olemus ja praktika

IPO, ehk *"Initial Public Offering"*, tähendab väärtpaberite esmast avalikku pakkumist aktsiaturule. Enamasti korraldavad ettevõtted IPOsid täiendava kapitali kaasamiseks, et teha investeeringuid ettevõtte kasvu. Samuti annab see ettevõtte asutajatele ja teistele aktsionäridele tulevikus võimaluse osa või ka terviku enda jõukusest konverteerida rahaks. Mitterahalised põhjused, nagu näiteks suurenenud bränditeadlikkus mängivad enamasti IPO-de puhul taustarolli. (Ritter & Welch, 2002)

Börsil noteeritud ettevõttel on lihtsam kaasata raha ja seda mittenoteeritud ettevõtetest parematel tingimustel. Selle tingib noteeritud ettevõtte läbipaistvus – noteeritud ettevõttel on regulaarne kohustus avalikustada finantsandmeid ja teavitada olulistest äriolistest muudatustest. Läbipaistvuse tagamine võib olla ettevõttele aga pikas perspektiivis kulukas, see koos IPO enda kuludega võib mõjutada ettevõtte otsust minna börsile. (Ritter, 1998)

Üldjuhul kipuvad IPO-d olema alahinnatud, mis põhjustab esimestel kauplemispäevadel märkimisväärse aktsiahinna kasvu. 1990ndatel oli USA IPO-de allahindlus keskmiselt 20% (Ljungqvist, 2007). Investorid jagunevad IPO-de puhul kaheks – need kellel on pea täiuslik informeeritus ja need, kellel on kasin informeeritus. Kasinalt informeeritud investorid võtavad enamasti osa nii paljudest IPO-dest, kui neil on võimalik, samas hästi informeeritud investorid otsivad vaid atraktiivselt hinnastatud IPOsid. Seega kui IPO hind on hästi informeeritud investorite jaoks atraktiivne, võtavad sellest osa nii hästi informeeritud, kui kasinalt informeeritud investorid. See põhjustab omakorda aga ülemärkimise ja tulenevalt suurest nõudlusest aktsia järele on esimese kauplemispäeva sulgemishind esmase pakkumise hinnast kõrgem. (Rock, 1986)

Ettevõtte võib näidata läbi IPO enda kvaliteeti viies läbi alahinnatud IPO – sellega viitab ettevõtte, et suudab katta alahindamise käigus tekkiva kapitali kaotuse. Need kulud suudab tugeva kvaliteediga ettevõtte tasa teha aga täiendava aktsiapakkumise käigus – madala kvaliteediga ettevõtted seda teha ei suuda. Selle teooria kohaselt on ettevõtte teistest osapooltest tunduvalt paremini informeeritud ja IPO alahinnastamisega annab ta investoritele signaali tugevate tulevikuväljavaadete kohta. (Allen & Faulhaber, 1989)

IPO-de alahindamine on osati põhjustatud ka kasinalt informeeritud investorite huvi ülevõidmisel. Kui kõik IPO-d oleksid ülehinnatud, oleks hästi informeeritud investorite huvi väike, millest tulenevalt ei toimuks eeldatavasti ülemärkimist, ehk nõudlus ei tooks kaasa suurt hinnatõusu kauplemise esimestel päevadel. Pidevad kahjumlikud tehingud põhjustaksid kasinalt informeeritud investorite turult eemaldumise. Ka see on üks põhjustest, miks IPO-d on enamasti alahinnatud. (Ritter, 1998)

### **1.3.Diskonteeritud rahavoogude meetod**

Üks klassikalisemaid ettevõtete hindamise ja ka IPO-de hindamise meetodeid on diskonteeritud rahavoogude meetod, mille kohaselt sõltub ettevõtte väärtus selle tulevikus teenitavate rahavoogude suurusest. Tulevikus tekkivad rahavood on diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul läbi kaalutud riskitaseme, omanike poolt nõutava tulunormi ja muude vajalike teguritega. Kuivõrd tegemist on tulevikku vaatava meetodiga, nõuab see üpriski mitmete oluliste faktorite prognoosimist, väikesed muutused alusolemustes võivad kaasata suuri muutuseid saadud tulemustes. (Steiger, 2008)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamiseks tuleb esmalt hinnata ettevõtte tulevase rahavoogusid. Esmalt tuleb mõista, mis on rahavood ja teisalt kuidas tuleviku rahavoogusid prognoosida. (Kruschwitz & Löffler, 2019)

Prognooside tegemine tähendab eelduste seadmist ettevõtte müügitulemuste, kasumlikkuse ja mitmete teiste oluliste näitajate kohta. Võimalikult täpse tulemuse saamiseks tuleb lisaks ettevõtte näitajatele prognoosida ka hinnatava ettevõtte makrokeskkonda ja selle trende. Kuivõrd diskonteeritud rahavoogude meetod eeldab paljude erinevate mõjurite hindamist ja prognoosimist, on see võrdlemisi ajakulukas ja keerukas, kuid suurendab hinnangu usaldusväärsust. (Kantšukov, 2010)

Selleks, et hinnata ettevõtte vabasid rahavoogusid, peame esmalt mõistma bruto rahavoogusid. Bruto rahavoogude all mõistame tulusid enne intresse ja makse millele on liidetud viitvõlad.

Lahutades tulemit tulumaksu ja investeringute kulud, saame vabad rahavood. (Kruschwitz & Löffler, 2019)

Ettevõtete hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil on kaks põhilist meetodit – oodatav omakapitali rahavoogude meetod kus rahavood diskonteeritakse nõutava omakapitali tootlusega ja vabade rahavoogude meetod, kus rahavood diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali hinnaga (WACC). (Fernandez, 2011)

Rahavoogude diskonteerimise meetodid põhinevad detailsetel ja kaalutletud prognoosidel. Prognoositakse kõiki rahavoogude genereerimiseks olulisi detaile, sealhulgas toormaterjal, personal, administratiivkulud, laenumaksed jne. Diskontomäära kindlakstegemine on diskonteeritud rahavoogude meetodi üks olulisimaid aspekte ja see leitakse igale rahavoo tüübile. Diskontomäära kindlakstegemisel võetakse arvesse riski ja ajaloolist volatiilsust, minimaalse diskontomäära määravad tihti tehingu osapooled, kuivõrd osapooled ootavad enda jaoks kindlat tootlust. (Fernandez, 2007)

Diskonteeritud rahavoogude põhised hindamismeetodid algavad järgmise valemiga:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n+VR_n}{(1+k)^n} \quad (1)$$

Kus:  $CF_i$  = ettevõtte poolt genereeritud rahavoog perioodil  $i$

$V_n$  = ettevõtte terminaalkäivõrd aastal  $n$

$k$  = rahavoo riskile kohale diskontomäär

$VR_n$  = terminaalkäivõrd

Ülaltoodud valemis tuleb ettevõtte terminaalkäivõrd arvestamisel diskonteerida rahavood mis jäävad arvutatud perioodist tulevikku, kuivõrd algvalem arvestab rahavooge kindlaks perioodiks, ehk tulevikus lõppevaks. Peale aastat  $n$  eeldame, et kasvumäär  $g$  on konstantne. Terminaalkäivõrd valem oleks seega  $VR_n = CF_n (1 + g) / (k - g)$ . (Fernandez, 2007)

Diskonteerimisel võtame arvesse kolme tüüpi rahavoogusid, need on: Vabad rahavood, omakapitali rahavood ja laenu rahavood. Iga nimetatud rahavoo diskonteerimisel tuleb kasutada vastavat diskontomäära. (Fernandez, 2007)

Tabel 1. Rahavoo tüübile vastavad diskontomäärad

Rahavoo tüüp	Diskontomäär
Vaba rahavoog e. FCF	Kaalutud keskmine kapitali hind e. WACC
Omakapitali rahavoog e. ECF	Nõutud omakapitali tootlus e. $k_e$
Laenu rahavoog e. CFd	Võõrkapitali hind e. $k_d$

Allikas: (Fernandez, 2007)

WACC, mis on otsetõlkes keskmine kaalutud kapitali kulu, on määr millega tuleb ettevõtte vabad rahavood diskonteerida, saamaks sama tulemus, mis diskonteerides omakapitali rahavood nõutud omakapitali tootlusega. Nimetamaks WACC-i kapitalikuluks, on eksitav, kuivõrd see ei ole kulu. (Fernandez, 2011)

WACCi arvutamise üldvalem on järgmine (Konkurentsiamet, 2019):

$$WACC = k_e \frac{OK}{VK+OK} + k_d \frac{VK}{VK+OK} \quad (2)$$

Kus:

$k_e$  = omakapitali hind

$k_d$  = võõrkapitali hind

OK = omakapitali osakaal (%)

VK = võõrkapitali osakaal (%)

Valem ei sisalda maksukilpi, kuivõrd Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki.

Omakapitali hinna arvutamiseks kasutatakse finantsvarade hindamise mudelit CAPM. CAPM mudel näitab vajavat tulusust mis peaks tasakaalupunktis olema püsiv – selle eelduseks on, et mudelis kasutatavad näitajad vastavad oletustele. Oletused on, et investorid on riskikartlikud ja teevad investeerimisotsuseid põhinedes enda portfelli keskmisele tootlusele ja tootluste variatsioonile. CAPM mudel pakub majanduslikult põhjendatud ja objektiivset hinnangut oodatavale tootlusele, selle tõttu on see leidnud hindamisel laialdast kasutust. CAPM mudel valemine on järgmine:

(Pinto, et al., 2010)

$$E(R_i) = R_F + \beta_i(ER_m - R_f) \quad (3)$$

Kus:

$E(R_i)$  = oodatav omakapitali tulumäär

$R_F$  = riskivaba tulumäär

$\beta_i$  = beetakordaja

$(ER_m - R_f)$  = turu riskipreemia

Esmaste aktsiaemissioonide korral kasutatakse diskonteeritud rahavoogude analüüsil emiteerija poolt koostatud prospektis olevaid andmeid. (Berkman, Bradbury, & Ferguson, 2000)

## 1.4.Võrreldavate suhtarvude meetod

Võrreldavate suhtarvude meetodi hinnangud on üldiselt üpriski laia hajuvusega, mille tõttu peetakse neid tulemusi üldjuhul vaieldavateks. Võrreldavate suhtarvude meetod on väga kasulik aga ettevõtte õiglase väärtuse hindamise teises etapis. See meetod aitab mõnel teisel meetodil leitud tulemusi kalibreerida ja identifitseerida hinnatava ja võrreldavate ettevõtete erinevuseid. (Fernandez, 2002)

Analüütikute poolt enim kasutatud meetodiks on just võrreldavate suhtarvude meetod, sealjuures on kõige populaarsemad võrreldavad suhtarvud PER, EV/EBITDA ja EV/EG. Siinkohal tuleb ära märkida, et olenevalt hinnatava ettevõtte tegevusalast võib mõni võrreldav suhtarv olla kohasem, kui

teine. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul peaks seega võrdlemisel hindama sarnaseid ettevõtteid, mis tegutsevad sarnastel turgudel ja samas sektoris. (Fernandez, 2002)

Omataoliste ettevõtete grupi kasutamise eelis suhtarvude võrdlemisel on võrdlusgruppi kuuluvate ettevõtete äritegevuse ja struktuuri sarnasus, mis annab suhtarvude võrdlusel võimalikult õiglase tulemuse. Analüüsitava ettevõtte näitajaid võrreldakse võrdlusgruppi mediaanide või keskmiste näitajatega. See lähenemine on ühtne põhimõttega, et sarnased varad müüvad sarnaste hindadega. Korrutades suunis P/E (vastavalt kas võrdlusgrupi keskmine või mediaan P/E) hinnatava ettevõtte EPS-ga, saab arvatava õiglase aktsia hinna eeldusel, et võrdlusgrupi aktsiad on õiglaselt hinnastatud. (Pinto, et al, 2010)

Fernandezi hinnangul saab jagada peamised väärtussuhtarvud kolme gruppi (Fernandez, 2002):

1. Ettevõtte kapitali väärtusel põhinevad suhtarvud ehk hinna suhtarvud.
  - a. Hinna suhtarvudeks loetakse: PER (hinna ja kasumi suhe), P/CE (hinna ja rahalise kasumi suhe), P/S (hinna ja müügitulu suhe), P/LFCF (hinna ja võimendatud vabade rahavoogude suhe), P/BV (hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe), hinna ja klientide arvu suhe, hinna ja müüdnud ühikute suhe, hinna ja toodetud koguse suhe, ja hinna ja potentsiaali suhe.
2. Ettevõtte väärtusel põhinevad suhtarvud.
  - a. Väärtussuhtarvudeks loetakse: EV/EBITDA (ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe), EV/Sales (ettevõtte väärtuse ja müügitulu suhe) ja EV/FCF (ettevõtte väärtuse ja vabade rahavoogude suhe),
3. Kasvule viitavad suhtarvud.
  - a. Kasvule viitavateks suhtarvudeks loetakse: PER/EG (hinna ja kasumi suhte ja kasum aktsia kohta kasvu suhe) ja EV/EG (ettevõtte väärtuse ja EBITDA kasvu suhe).

Eraldiseisvana annavad ülaltoodud suhtarvud vähest infot, väärtusliku info saamiseks tuleb need mingisse konteksti võtta. Kõiki ülaltoodud suhtarve tuleks hinnangu andmiseks võrrelda kas ettevõtte enda ajaloo, teiste turuosalistega või sektori keskmistega. (Fernandez, 2002)

Hinna suhtarvud on aktsia turuhinna ja mingi fundamentaalse väärtuse aktsia kohta suhe. Ettevõtte väärtuse suhtarvud suhestuvad aga kogu ettevõtte kapitali turuväärtusega hindamaks terve ettevõtte fundamentaalväärtust. Hinna suhtarvud aitavad investoril hinnata kas ettevõtte aktsiad on õiglase väärtusega, alahinnatud või ülehinnatud. Investor võtab siinkohal arvesse aktsia hinna suhet kasum aktsia kohta (EPS), netovaradesse, rahavoogudesse või mõnda muusse ühe aktsia kohta põhinevasse näitajasse. Ettevõtte väärtusel põhinevad suhtarvud käituvad sarnaselt. Investorid hindavad siinkohal aga terve ettevõtte suhtelist turuväärtust kasumisse enne intresse ja makse (EBIT), müügitulusse või äritegevuse rahavoogudesse. (Pinto, et al, 2010)

Gitman ja Joehnk jagavad suhtarvud aga viite kategooriaase (Gitman & Joehnk, 1996):

1. Likviidsussuhtarvud – näitavad ettevõtte võimet tasuda lühiajalisi kohustusi
2. Tegevussuhtarvud – mõõdavad ettevõtte varade efektiivsust, peamiselt rentaablusnäitajad
3. Võimendussuhtarvud – mõõdavad ettevõtte võimendust, näitavad palju kasutatakse võõrkapitali
4. Rentaablussuhtarvud – hindavad ettevõtte kasumlikkust investorile, peamised on varade ja kapitali tootluse suhtarvud
5. Väärtussuhtarvud – hindavad aktsia väärtust investorile

Võrreldavate suhtarvude meetod viitab vara hindamisele mis põhineb sarnaste varade võrdlemisel. Hinna suhtarvusid ei saa hindamisel kasutada ilma võrdluseta, mis tähendab, et hinna suhtarve peab alati kõrvutama mingi teise etteantud hinnasuhtarvuga. (Pinto et al., 2010)

Aktsiate hindamisel leiab enim kasutust P/E (aktsia hind jagatud kasumiga aktsia kohta) suhtarv. Samas on P/E suhtarv ka enim väärtalt kasutatud suhtarv (Damodaran A. , 2002). Eelpoolnimetatud suhtarvu on lihtne arvutada ja ta annab investorile palju väärtuslikku informatsiooni. Samas on P/E suhtarv soovi korral võrdlemisi kergesti manipuleeritav, samuti on maailmas mitmeid raamatupidamisstandardeid, mis võivad mõjutada kasumi arvestust ja seega on nimetatud suhtarvuga investoreid lihtne eksitada (Schreiner, 2007). USA aktsiaturu ajalooline keskmine P/E näitaja jääb 15-16 vahele, seda peetakse ka õiglaseks tasemeks. Siinkohal tuleb ära märkida, et P/E suhe sõltub suuresti oodatava kasumi kasvu kiirusest ja selle tõttu on kiiresti kasvavate ettevõtete P/E suhe üldjuhul keskmisest kõrgem ja stabiilsete ettevõtete P/E suhe keskmisest madalam. P/E



suhe sõltub ka regioonis valitsevast riskitasemest – mida kõrgem on risk, seda madalam on P/E suhe. P/E suhtarvule tuleb ettevõtte väärtus hindamisel appi PEG suhtarv (P/E suhtarv jagatud kasumi kasvu kiiruse määraga). PEG suhtarv annab investorile aimu, kas aktsia on ala- või ülehinnatud, kui PEG väärtus on väiksem kui 1, on aktsia pigem soodne, kui PEG väärtus on aga suurem kui 1, on see märk võimalikust ülehinnastatusest (Kert, 2007). Madalama PEG suhtarvuga ettevõtted kipuvad olema ka madalama omakapitali tootlusega ja tunduvad selle tõttu kõrge omakapitalitootlusega ettevõtete kõrval olema alahinnatud, samuti võivad madala PEG suhtarvuga ettevõtted olla kõrgema riskitasemega. (Damodaran A. , 2002)

P/E suhtarvu arvutamisel on analüütiku jaoks üldiselt lihtaktsia hind kergesti arusaadav väärtus, kasum aktsia kohta ei pruugi olla aga nii lihtsasti leitav. P/E arvutamisel tuleb arvesse võtta kahte probleemi: ajahorisont mille jooksul tulused mõõdetakse ja võimalikke raamatupidamislikke tulude kohandamisi. Ajahorisontide puhul on kasutuses *trailing* P/E suhtarv, mis leitakse aktsia hetkehinna jagamisel viimase nelja kvartali kasumiga aktsia kohta ja *forward* P/E mis leiakse aktsia hetkehinna jagamisel tuleva aasta oodatava kasumiga aktsia kohta. P/E suhtarvude võrdlemisel on jällegi oluline, et võrreldakse sama tüüpi P/E suhtarve, vastasel juhul on tulemus eksitav. Kui analüütik võrdleb ettevõtet, mis kasutab LIFO (*last in first out*) varude arvestamise põhimõtet ettevõttega, mis kasutab FIFO (*first in first out*) varude arvestamise põhimõtet, tuleb analüütikul teha ühe võrreldava ettevõtte tuludes korrigeerimisi. (Pinto et al., 2010)

P/E suhtarvu mõjutab ka intressitase – mida kõrgem on intressitase, seda madalam on oodatava kasvumäära mõju ja seega on oodatav P/E kõrgete intressimäärade korral madalam. Põhjuseks on kõrgete intressimäärade rõhuv mõju tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusele. Eelpooltoodul on võimalik seos turgude reageerimisele tehnoloogiaettevõtete tulemustele – seda puhkudel, kui ettevõtte EPS (kasum aktsia kohta) on oodatust märkimisväärselt suurem või märkimisväärselt väiksem. Madalas intressikeskkonnas kipuvad investorid tehnoloogiaettevõtete puhul oodatust kõrgema EPS-i puhul hindama kasvumäära väga kõrgeks, mille tõttu tekib turul hinna efekt. (Damodaran A. , 2002)

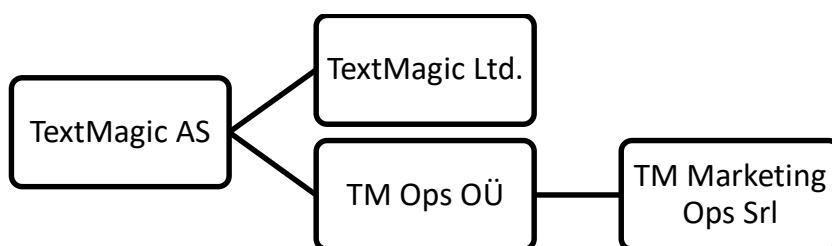
Sarnaselt P/E suhtarvule on väga pikalt ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud P/B (*price to book*) suhtarvu, mis kajastab aktsia hinna ja aktsia raamatupidamisliku väärtuse suhet (Pinto, Henry,

Robinson, & Stowe, 2010). Kuivõrd P/B puhul on tegemist bilansilist väärtust kajastava suhtarvuga, mängib tulemusel olulist rolli ettevõtte materiaalne vara ja finantsvara. P/B on tavapärane suhtarv pankade ja teiste finantsettevõtete hindamisel. (Schreiner, 2007)

## 2. TEXTMAGIC AS

### 2.1. TextMagic AS tutvustus

TextMagic AS on 2021 aasta aprillis mitme ettevõtte restruktureerimise tulemusel loodud grupi emaettevõtte, restruktureerimise tulemusel andsid TextMagic AS varasemad aktsionärid TextMagic AS-le üle mitterahaliste sissemaksetena osalused ja muu immateriaalse vara TextMagic Ltd.-s ja TM Ops OÜ-s. Alates 2021 aasta detsembrist on TextMagic AS noteeritud Nasdaq Baltic alternatiivnimekirjas Baltic First North. TextMagic AS IPO-st võttis osa ligikaudu 15000 investorit, kelle abiga kaasati 2,5 miljonit eurot kapitali. TextMagic AS tütarettevõtted on TextMagic Ltd. (Ühendkuningriigid) ja TM Ops OÜ, viimasel on omakorda tütarettevõtte TM Marketing Ops Srl (Rumeenia). (TextMagic AS, 2021) TextMagic alustas tegevust Ühendkuningriigis TextMagic Ltd.-na 2001 aastal, ettevõtte asutas Dan Houghton. 2007 aastal asus TextMagic Ltd.-d juhtima tänane tegevjuht Priit Vaikmaa, 2013 aastal omandas Priit Vaikmaa 100% osaluse TextMagic Ltd.-s ja järgneval aastal laiendati tegevust Ameerika Ühendriikide turule. (LHV INSTITUTIONAL EQUITIES, 2021)

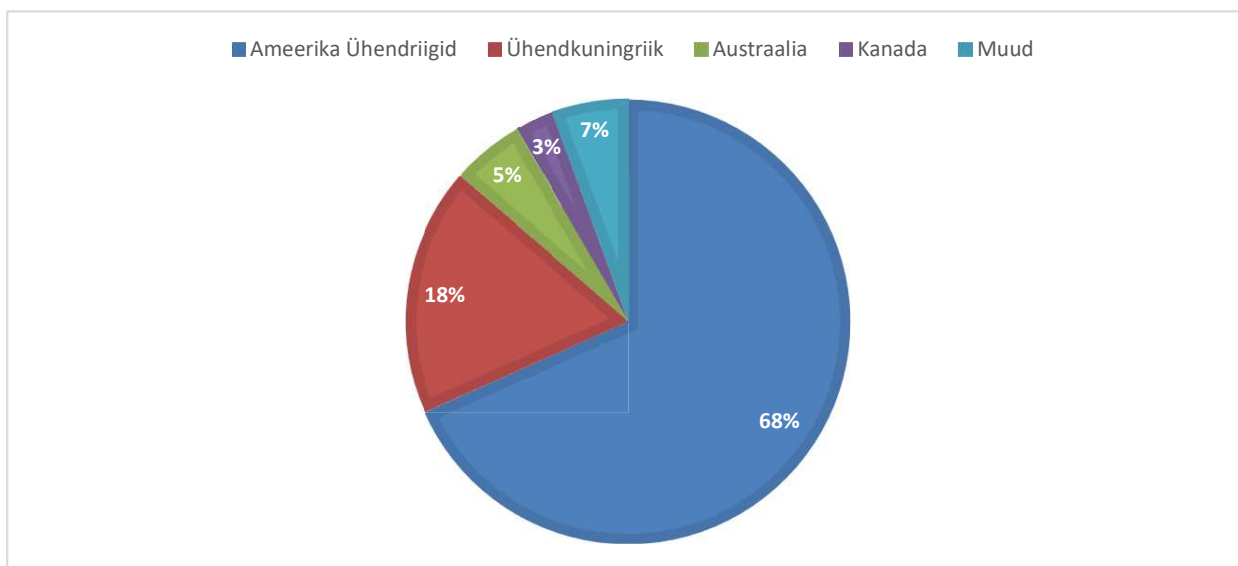


Joonis 1. TextMagic AS organisatsiooni struktuur

Allikas: (TextMagic AS, 2021)

TextMagic AS pakub *application-to-person* (A2P) SMS-platvormi teenust, mille kaudu saab teenuse kasutaja edastada SMS-i kaudu teateid, hoiatusi, meeldetuletusi, tellimuste kinnitusi ja korraldada turunduskampaaniaid. Samuti võimaldab TextMagic AS poolt pakutav platvorm kahepoolset suhtlust ja kahe faktorilist autentimisteenust. TextMagic AS on grupi valdusettevõtte, mis korraldab intellektuaalomandi haldamist ja arendamist, samuti juhitakse valdusettevõtte kaudu grupi

igapäevast äritegevust. Tütarettevõtte TextMagic Ltd. kaudu toimib grupi äritegevus, ehk tegemist on klientidele suunatud üksusega. TM Ops OÜ tegeleb grupiettevõtete üldhalduse, kasutajatoe pakkumise ja turundusteenuste pakkumisega, TM Ops OÜ tütarettevõtte TM Marketing Ops Srl on asutatud turundus- ja tugiteenuste pakkumiseks grupi ettevõtetele. (TextMagic AS, 2021)



Joonis 2. TextMagic AS müügitulu jaotus riikide lõikes

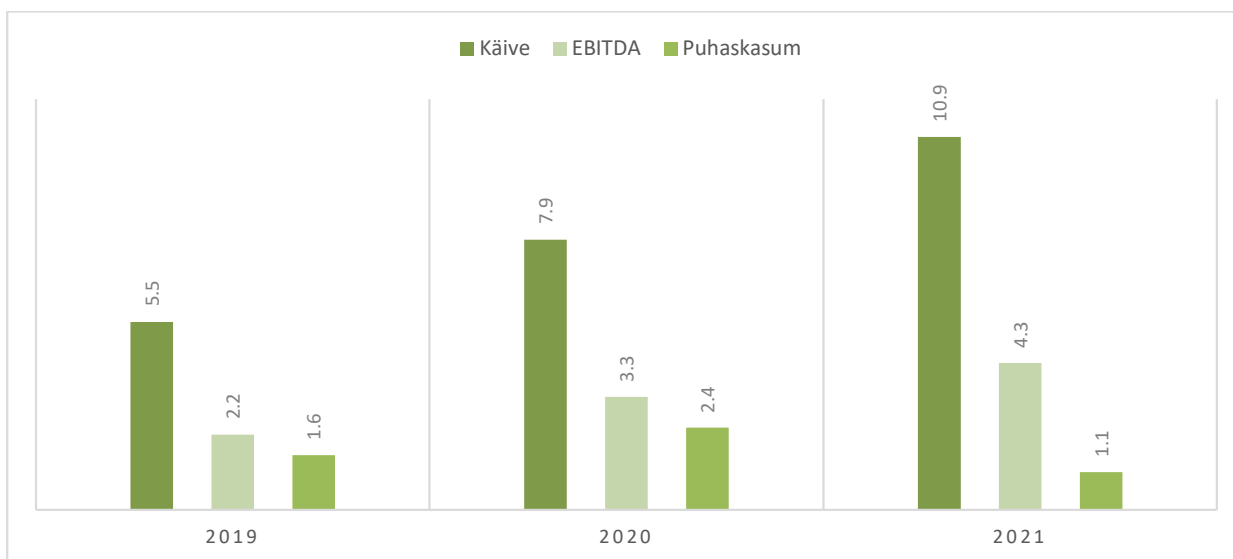
Allikas: (TextMagic AS, 2021)

TextMagic AS-i teenused on suunatud äriklientidele ja on kasutatavad globaalselt. Valdava osa kliendibaasist moodustavad väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted. TextMagic AS-i peamiseks turgudeks on Ameerika Ühendriigid ja Ühendkuningriik - 2021 aasta septembri lõpu seisuga moodustasid nimetatud turud ligi 88% TextMagic AS-i platvormilt saadatud SMS-idest. Väljatöötamisel on klientide kaasamise tarkvara (*touchpoint*), mis ühendab erinevaid suhtluskanaleid ja püüab katta rohkemate klientide vajadusi ja eelistusi – uus platvorm tuuakse turule eeldatavasti 2023 aastal (LHV INSTITUTIONAL EQUITIES, 2021).

## **2.2. TextMagic AS finantsanalüüs**

Käesolevas peatükis keskendub autor TextMagic AS finantsanalüüsile, saamaks ülevaate ettevõtte finantsseisundist, mis aitavad edaspidistes peatükkides hinnata õiglast väärtust läbi diskonteeritud rahavoogude ja võrdlevate suhtarvude. Analüüsis kasutab autor pro forma finantsandmeid perioodil 2019-2020, kuivõrd varasemad andmed ei ole avalikult kättesaadavad. Finantsandmete analüüsiks kasutab autor Monday Media OÜ konsolideeritud majandusaasta aruannet – Monday Media OÜ näol on tegemist restruktureerimisele eelnenud grupi emaettevõttega, kes on avaldanud 2019 ja 2020 aasta kohta pro forma konsolideeritud aruande, mis kajastab tänase TextMagic AS-i kirjeldatava perioodi finantsseisundit. Kuivõrd 2021 täisaasta finantsandmetest on kättesaadavad vaid käibe, klientide arvu kasv ja tulu kliendi kohta kasv, on autor käibe, EBITDA ja puhaskasumi analüüsis vaadelnud ka 2021 aasta näitajaid. Siinkohal on oluline ära märkida, et 2021 aasta näitajad on prognoositud.

TextMagic AS on viimastel aastatel näidanud stabiilset käibe ja EBITDA kasvu, 2020 aastal oli käibe kasvuks 30,4% ja 2021 aastal 21,8%, EBITDA näitaja kasvas samadel aastatel vastavalt 33,3% ja 21,4%, ehk käibe ja EBITDA kasvumäärad olid peaaegu samad. Erinevus on aga puhaskasumi kasvumääras – kui 2020 aastal kasvas puhaskasum 33,3%, siis 2021 aastal langes puhaskasum 200%. Kasumlikkuse osas on oluline ära märkida, et puhaskasum on tugevalt mõjutatud sellest, kuidas arvutatakse amortisatsioonikulu, ehk kui suur osa arenduskuludest kapitaliseeritakse. Sellest tulenevalt tuleb kasumlikkuse hindamisel eelkõige lähtuda EBITDA näitajast.



Joonis 3. TextMagic AS käive, EBITDA ja puhaskasum perioodil 2019-2021 (mEUR)

Allikad: (LHV INSTITUTIONAL EQUITIES, 2021), (Monday Media OÜ, 2020), autori arvutused

Käibekasvu on peamiselt vedanud Ameerika Ühendriikide ärimahtude märkimisväärne kasv (müügitulu kasv Ameerika Ühendriikides 44%). Aktiivsete kasutajate arv kasvas 2021 aastal 19%, ulatudes 31203 kasutajani, samuti kasvas keskmine müügitulu kasutaja kohta (16%). Märkimisväärselt kasvas 2021 aastal saadetud SMS-ide arv, kasvumääraks oli 45% ja SMS sõnumeid saadeti 248,8 miljonit tükki. Andmetest loeb välja, et müügitulu ühe sõnumi kohta on võrreldes 2020 aastaga vähenenud. 2020 aasta suur müügitulu kasv vastu aastat 2019 on selgitatav COVID-19 pandeemiast tingitud kiirete SMS teavituste vajadusega, samuti selgitab see müügitulu kasvu aeglustumist 2021 aastal, mil säärase teavituste vajadus langes. (TextMagic AS, 2021)

TextMagic AS EBITDA marginaal enne erakorralisi kulutusi on olnud kerges tõusvas trendis, seda tulenevalt müügitulu suurenemisega Ameerika Ühendriikides, kus on SMS teenuste kulu ettevõttele madalam, kui teistes tegevusriikides. SMS teenuse kulu langes 2020 aastal 31-lt protsendilt müügitulust 29-le protsendile müügitulust ja 2021 aastal 26-le protsendile müügitulust. Arvestades müügitulu jätkuvat kasvu Ameerika Ühendriikide turul võib eeldada sarnast trendi ka tulevikuks. 2020 aastal kasvasid märkimisväärselt arendus, disaini, tarkvara ja personalikulud, arendus ja disainikulude all on kajastatud ka sisse ostetud IT arenduste kulutused. Arenduskulud on osaliselt kajastatud immateriaalse põhivarana ja amortiseeritakse 5 aasta jooksul. 2019 aastal kapitaliseeriti

arenduskulutusi 0,6 miljoni euro ulatuses ja 2020 aastal 0,7 miljoni euro ulatuses. Valdav osa tööjõust töötab teenuselepingute alusel ja sellest tulenevalt kajastub palgakulu arenduskuludes. (LHV INSTITUTIONAL EQUITIES, 2021)

Järgnevalt analüüsib autor TextMagic AS likviidsus, efektiivsus ja tasuvussuhtarve, saamaks ülevaadet ettevõtte opereerimisest ja kasumlikkusest. TextMagic AS likviidsusnäitajad, mis näitavad ettevõtte võimet tasuda lühiajalisi kohustusi, on olnud rahuldavad – 2019 aasta lühiajaliste kohustuste kattekordaja on 0,95 ja 2020 aasta lühiajaliste kohustuste kattekordaja 1,1. 2021 aasta prognoositud lühiajaliste kohustuste kattekordaja on 2,49, tugev näitaja on peamiselt põhjustatud suurest raha ja ekvivalentide kasvust. Tulenevalt ettevõtte TextMagic AS ärimudelist on maksevõimekordaja näitajad samad, kuivõrd käibevarad koosnevad vaid likviidsetest varadest nagu raha, likviidsed finantsinvesteeringud ja nõuded ostjate vastu. Rahuldavaks lühiajaliste kohustuste kattekordajaks peetakse näitajat vähemalt 1,2, heaks näitajaks aga vähemalt 1,6, seevastu peetakse 0,9-st kõrgemat maksevõime kordajat heaks (Tearu & Krumm, 2005). Rahakordaja oli 2019 aastal 0,85 ja 2020 aastal 1,0, mõlemad on väga head näitajad, kuivõrd enamikel ettevõtetel jääb see näitaja vahemikku 0,1-0,2 (Tearu & Krumm, 2005). 2021 aasta prognoositud rahakordaja on 2,38. Kõrge rahakordaja ja maksevõime kordaja on selgitatav väga suure raha osakaaluga käibevahendites, raha osakaal käibevahenditest on vaatlusperioodil keskmiselt 88%.

Tabel 2. TextMagic AS likviidsussuhtarvud

Näitaja	2019	2020	2021
Lühiajaliste kohustuste kattekordaja	0,95	1,10	2,49
Likviidsuskordaja	0,95	1,10	2,49
Rahakordaja	0,85	1,00	2,38

Allikas: (Monday Media OÜ, 2020)

Järgmisena vaatame TextMagic AS efektiivsussuhtarvusi. Efektiivsussuhtarvude abil mõõdetakse ettevõtte varade kasutamise efektiivsust. Analüüsitava ettevõtte puhul on mõõdetavad varade käibekordaja, lühiajaliste võlgnevuste käibekordaja ja keskmine laekumisperiood, varudega seotud suhtarvusi ei saa arvutada, kuivõrd tulenevalt ärimudelist ei ole ettevõttel varusid. TextMagic AS

varade käibekordaja oli 2019 aastal 1,56 ja 2020 aastal 1,38 – mida kõrgem on näitaja, seda efektiivsem on varade kasutus, TextMagic AS puhul võib näitajat lugeda heaks. 2021 aastaks prognoositud varade käibekordaja on 4,59. Lühiajaliste võlgnevuste käibekordaja oli 2019 aastal 47,77 ja 2020 aastal 44,95. 2021 aastaks prognoositud lühiajaliste võlgnevuste käibekordaja on 43,53. Keskmise laekumisperioodi 2019 aastal oli 7,64 päeva ja 2020 aastal 8,12 päeva. 2021 aasta prognoositud näitajaks on 8,37 päeva.

Tabel 3. TextMagic AS efektiivsussuhtarvud

Näitaja	2019	2020	2021
Varade käibekordaja	1,56	1,38	4,59
Lühiajaliste võlgnevuste käibekordaja	47,77	44,95	43,52
Keskmine laekumisperiood	7,64	8,12	8,37

Allikas: (Monday Media OÜ, 2020)

Järgmisena vaatame TextMagic AS tasuvussuhtarve – tasuvussuhtarvud on omanike jaoks ühtedeks olulisemateks näitajatest, kuivõrd need näitavad kui palju kasumit toodab omanike poolt ettevõttesse investeeritud kapital. Üks peamisi kasutatavaid tasuvussuhtarvusi on omakapitali tootlus ehk ROE – ROE näitab omanike poolt ettevõttesse investeeritud kapitali tootlust. ROE leitakse jagades puhaskasumi omakapitaliga. Teine oluline tasuvussuhtarv on varade tootlus ehk ROA – ROA näitab, kui efektiivne on ettevõtte varade kasutamisel, ehk kui palju teenib ettevõtte igasse varadesse investeeritud euro kohta kasumit. ROA on üks kasulikumaid ja populaarsemaid suhtarvusi ja on kasutuses alates 1919. aastast, kui DuPont Company selle kasutusse võttis (Jeffrey & Jewell, 2011). Kuni 1970-ndateni oli ROA ettevõtetel peamiseks suhtarvuks, mida jälgiti, kuivõrd seda mõjutas otseselt nii kasumlikkus, kui efektiivsus ettevõtte ressursside kasutamisel ja otsuste tegemisel – see muutus aga siis, kui eesmärk kandus üle omanikele kasumi teenimisele ja olulisimaks suhtarvuks mida jälgida sai ROE (Liesz, 2002). ROA leitakse jagades puhaskasumi varadega. (Damodaran A. , 2007)



Tabel 4. TextMagic AS tasuvussuhtarvud

Näitaja	2019	2020	2021
Varade tootlus ROA	50,23%	45,86%	2,72%
Omakapitali tootlus ROE	72,03%	62,14%	2,43%
Brutokasumi marginaal	58,75%	56,31%	59,00%
EBITDA marginaal	40,39%	41,33%	39,18%
Puhaskasumi marginaal	29,21%	30,72%	10,28%

Allikas: (Monday Media OÜ, 2020)

TextMagic AS-i varade tootlus ROA oli 2019 aastal 50,23% ja 2020 aastal 45,86%, 2021 aasta ROA oli prognooside kohaselt 2,72%, omakapitali tootlus ROE oli 2019 aastal 72,03%, 2020 aastal 62,14% ja 2021 aasta ROE oli prognooside kohaselt 2,43%. 2019 ja 2020 näitajate puhul on tegemist on pealtnäha tugevate näitajatega, kuid tulenevalt vaatlusperioodi pikkusest põhjanevaid järeldusi näitajate trendi kohta teha ei saa, samuti tuleks õiglase hinnangu andmiseks võrrelda konkurentide näitajaid. 2021 aasta näitajad on nõrgad, suur langus tuleneb aktsiaemissioonist ja selle tulemusena suurenenud bilansist. TextMagic AS-i brutokasumi marginaal oli 2019 aastal 58,75%, 2020 aastal 56,31% ja 2021 aastal prognooside kohaselt 59,00%. EBITDA marginaal oli 2019 aastal 40,39%, 2020 aastal 41,33% ja 2021 aastal prognooside kohaselt 39,18%. Puhaskasumi marginaal oli 2019 aastal 29,21%, 2020 aastal 31,72% ja 2021 aastal prognooside kohaselt 10,28%.

## **3. TEXTMAGIC AS VÄÄRTUSE HINDAMINE**

### **3.1.TEXTMAGIC õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil**

#### **3.1.1. TextMagic AS vabade rahavoogude prognoosi**

Autor on võtnud prognoosiperioodi pikkuseks viis aastat (2021-2026), viienda aasta põhjal arvutab autor terminaalkväärtuse. Terminaalkväärtuse arvutamisel eeldab autor, et viiendast aastast kasvavad rahavood ühtlase kasvumääraga. Prognooside tegemisel lähtub autor ettevõtte ajaloolistest tulemustest, ettevõtte juhatuse prognoosidest, A2P (application-to-person) SMS turu ülevaatest ja makromajanduse väljavaadetest.

TextMagic AS on suutnud ajalooliselt oma tulusid kasvatada, müügitulu keskmine kasvumäär viimase viie aasta lõikes on olnud 41%, sealjuures oli kõige madalam kasvumäär 2017. aastal, mil see oli 37% ja kõige kõrgem kasvumäär 2020. aastal, mil see oli 45%. 2020 aasta kõrget kasvumäära seletab COVID-19 pandeemia algus, millega seoses kasvas erakorraliste SMS teavituste vajadus. Ettevõtte eesmärk on aastal 2022 jätkata müügitulu orgaanilist kasvu 30-40% aastas, mis vastab ajaloolisele kasvumäärale. Eduka kasvu taga on peamiselt Ameerika Ühendriikide äri kasvatamine – Ameerika Ühendriikide turul kasvatati 2021 aastal müügitulu 44%. Uute kasutajate arvu kasv on pisut pidurdunud, kasvava müügitulu valguses näitab see, et keskmine tulu kliendi kohta on kasvanud. Peamiseks riskiks peab TextMagic AS juriidilist ja regulatiivset riski, kuivõrd SMS teenuste turg on tugevalt reguleeritud ja hoolikalt peab jälgima kliendiandmete õigsust, andmekaitse norme, tarbijakaitse eeskirju, otseturunduse eeskirju ja veel mitmeid erinevaid regulatsioone. Muudatused kohaldatavates seadustes, määrustes ja standardites võivad põhjustada muudatusi ettevõtte suhtes kohaldatavates juriidilistes nõuetes, mis võib omakorda tähendada ettevõtte vajadust kohaldada oma tegevust. (TextMagic AS, 2021)

Müügitulude prognoosimisel tuleb arvesse võtta ka A2P SMS turu eripärasid ja tuleviku väljavaateid. 2020 aasta seisuga oli A2P turu suurus 62,1 miljardid USA dollarit, eelduste kohaselt

kasvab A2P SMS teenuste turg 2025 aastaks 72,8 miljardi USA dollarini, mis teeb prognoosiperioodi aastaseks kasvuks 3,2%. COVID-19 pandeemia kasvatas A2P SMS teenuste mahtusid tulenevalt elanikkonna teavitamise vajadusest, pandeemia lõppedes on aga oodata A2P SMS teenuste mahtude jätkuvalt kasvu, kuivõrd kõikide eelduste kohaselt jätkub online teenuste populaarsuse kasv. Samuti on üheks kasvu eelduseks mobiilside teenuste kasutajate kasv – 2019 aastal oli unikaalsete mobiilside teenuste kasutajate arv ligikaudu 5,1 miljardit, nendest 60% kasutas nutitelefoni ja aastaks 2025 eeldatakse kasutajate arvu kasvu kuue miljardini, nendest nutitelefoni kasutajad ligikaudu 80%. Üheks suureks A2P kasvueduriks peetakse järgnevatel aastatel autentimisteenuste kasvu – eelduste kohaselt on just autentimisteenused A2P teenustest kõige kõrgema kasvumääraga. (marketsandmarkets.com, 2021)

Aastaks 2023 plaanib TextMagic AS turule tulla uue teenusega „Touchpoint“ – tegemist on klientide kaasamise tarkvaraga mis ühendab müügi, turunduse ja klienditoe (TextMagic AS, 2021). Kliendikaasamise tarkvara turu suuruseks hinnati 2020 aasta seisuga 15,5 miljardit USA dollarit ja 2026 aastaks oodatakse turu kasvu 30,9 miljardi USA dollarini - see teeb prognoosiperioodi kasvuks 12,6 protsenti aastas. Suurim kliendikaasamise tarkvara turg on Põhja-Ameerika riigid. (mordorintelligence.com, 2021)

Rahvusvaheline Valuutafond (IMF) prognoosib 2022 aastaks maailmamajanduse kasvuks 4,4% ja 2023 aastaks 3,8%. TextMagic AS olulisima turu, ehk Ameerika Ühendriikide 2022 aasta majanduse kasvuks prognoosib IMF 4,0%, 2023 aastaks aga 2,6%. Teise TextMagic AS olulise turu, ehk Ühendkuningriigi 2022 aasta majanduse kasvuks ennustab Rahvusvaheline Valuutafond 4,7% ja 2023 aastaks 2,3%. IMF on varasemaid prognoose korrigeerinud ja ennustab majanduskasvu aeglustumist tulenevalt COVID-19 pandeemia põhjustatud tarneraskustest ja märkimisväärsest inflatsiooni kasvust. Inflatsioonimääraks ootab IMF arenenud majandustega riikides 3,9% (International Monetary Fund, 2022)

Lähtudes maailmamajanduse olukorrast, ajaloolistest näitajatest ja juhatuse ootustest, prognoosib autor 2022 aasta müügitulu kasvuks konservatiivselt 32%. 2023 aasta käibekasvaks prognoosib autor vaatamata IMF-i prognoositud majanduskasvu aeglustumisele 30% ja 2024 aastaks 35%, kasvule aitab kaasa uue toote „Touchpoint“ turule toomine, millega kaasneb eelduste kohaselt

ajutiselt suur uute aktiivsete kasutajate kasv – uue toote mõju avaldub eelduslikult peamiselt 2024 aastal. Edasistel aastatel eeldab autor müügitulu kasvu aeglustumist, mille põhjustab uute kasutajate kasvu aeglustumine – sellegi poolest prognoosib autor, et uute kasutajate arvu kasv ületab A2P ja klientide kaasamise turu prognoositud kasvu, kuivõrd tegemist on täna väikese ja kiiresti kasvava ettevõttega. Müügitulu prognoosimisel arvestab autor ka ajalooliste müügitulu kasutaja kohta näitajatega. Viimase viie aasta keskmine müügitulu kasutaja kohta kasv on olnud 3% aastas, viimase kolme aasta keskmine aga 16% - tegemist on väga volatiilse näitajaga, autor prognoosib edaspidi konservatiivselt tulu kasutaja kohta kasvu 6% aastas, kuid 2024 aastaks tulenevalt uue toote lansseerimisest 8%.

Tabel 5. TextMagic AS vabade rahavoogude prognoos aastateks 2021-2026

Näitaja (mEUR)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Müügitulu	10,89	13,27	16,89	23,22	27,56	31,85
Müüdud kaupade kulu	4,46	5,44	6,92	9,52	11,30	13,06
Brutokasum	6,43	7,83	9,96	13,70	16,26	18,79
Tegevuskulud	2,16	2,63	3,36	4,62	5,49	6,35
EBITDA	4,27	5,20	6,61	9,07	10,77	12,44
Amortisatsioon	2,94	3,58	4,56	6,27	7,44	8,60
Ärikasum	1,33	1,61	2,05	2,81	3,33	3,84
Maksud	0,00	0,00	0,00	0,12	0,14	0,16
CAPEX	2,6	2,8	2,7	2,7	2,4	2,1
FCFF	1,59	2,29	3,80	6,21	8,17	10,08

Allikas: Autori arvutused

Tabelist 5 nähtub, et prognooside kohaselt on igal aastal kasvavad nii müügitulu, EBITDA, kui ka vabad rahavood. Autor prognoosib viie aastaga müügitulu kasvu 10,89-lt miljonilt eurolt 31,85 miljoni euroni, EBITDA kasvu 4,27-lt miljonilt eurolt 12,44 miljoni euroni ja vabade rahavoogude kasvu 1,59-lt miljonilt eurolt 10,08 miljoni euroni.

### 3.1.2. TextMagic AS kapitali kaalutud keskmine hind

Kapitali kaalutud keskmise hinna leidmiseks peame esmalt arvutama omakapitali ja võõrkapitali hinnad. Võõrkapitali hinna arvutab autor kasutades Monday Media OÜ finantsaruandeid, omakapitali hinna arvutamiseks kasutab autor finantsvarade hindamise mudelit (CAPM).

Võõrkapitali hinna leidmiseks tuleb arvutada lühiajaliste ja pikaajaliste kohustuste summa ja nende intressimäär. Monday Media 2020 aasta aruande kohaselt oli ettevõttel intressikandvaid kohustusi 199 900 eurot intressimääraga 3% aastas. Siinkohal on oluline märkida, et tegemist on omanikulaenuga, kuid autor on finantsproгноosides eeldanud liisingkohustuste olemasolu sarnases suurusjärgus ja sarnasel intressitasemel. Eesti Panga andmete kohaselt jääb info ja side sektori pikaajaliste pangalaenude intressitase 3% juurde, samas jääb üldine keskmine pikaajaliste laenude intressitase välispankade filiaalides 3% juurde ja Eesti pankades 4% juurde (Eesti Pank, 2022). Tulenevalt eelnevalt kirjutatust võtab autor võõrkapitali hinnaks 3,5%. Monday Media 2020 aasta aruande kohaselt on võõrkapitali osakaal 5% ja omakapitali osakaal 95% (Monday Media OÜ, 2020).

Omakapitali hinna arvutamisel on vaja teada turu riskipreemiat, riskivaba tulumäära, beetakordajat ja ettevõtte riskimäära. Riskivaba tulumäär arvutatakse tavapäraselt riiklike võlakirjade tulususe baasil, kuivõrd Eesti riik ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirjade emissioone tuleb kasutada Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase kümne aasta keskmist tulusust, millele lisatakse Eesti riigiriski preemia (Konkurentsiamet, 2020). Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmine tootlus aastatel 2012-2021 oli 0,44%. Eesti riigiriski preemia on 2022 aasta jaanuari seisuga 0,70% (Damodran, Damodran ONLINE, 2022). Liites Saksamaa 10-aastase võlakirja ja Eesti riigiriski preemia saame riskivabaks tulumääraks 1,14%. Tururiski preemia ja beetakordaja leidmiseks kasutas autor Aswath Damodrani kodulehel avaldatud andmestikus olevat Eesti aktsiaturu tururiski preemiat, milleks 2022 aasta jaanuari seisuga oli 4,94%, ja infoteenuste turu keskmist beetakordajat, milleks oli 1,25 (Damodran, Damodran ONLINE, 2022). Üldjuhul lisavad analüütikud väikeettevõtetele lisariskipreemia vahemikus 3-5%, kuid Damodran leiab, et tegemist on laisa ja põhjendamata lahendusega – andmed näitavad, et väikeettevõtted on üldiselt turgu ületanud. Kuigi ajalooliselt on väikeettevõtetele lisatud riskipreemia olnud keskmiselt 3,45% (vahemikus 1926-2019), siis viimasel neljal aastakümnel on väikeettevõtete riskipreemia sisuliselt kadunud

(Damodran, 2020). Siinkohal peab autor oluliseks ära märkida, et LHV on enda analüüsis kasutanud täiendavat riskipreemiat suuruses 7% ja samuti, et Damodrani andmed kajastavad pikalt tegutsenud väikeettevõtteid. Kuivõrd TextMagic AS-i puhul on tegemist kiires kasvufaasis ettevõttega, lisab autor omakapitali hinnale täiendava riskipreemia 5%.

Tabel 6. Kapitali kaalutud keskmine hind ja sisendid

Omakapitali osakaal	95%
Võõrkapitali osakaal	5%
Omakapitali hind	7,32%
Ettevõtte riskipreemia	5%
Võõrkapitali hind	3,5%
Riskivaba tulumäär	1,14%
Turu riskipreemia	4,94%
Beetakordaja	1,25
Kapitali kaalutud keskmine hind WACC	13,06%

Allikas: Autori arvutused, (Damodran, 2022)

Arvutuste tulemusena sai autor TextMagic AS kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 13,06%, mis vastab autori hinnangul ettevõtte keskmisest kõrgemale riskiprofilile.

### 3.1.3. Väärtuse leidmine

Aksia õiglase väärtuse leidmiseks on vajalik arvutada terminaalväärtus, mille leiame varasemalt koostatud finantsprognoside viimase aasta vaba rahavoo, kapitali kaalutud keskmise hinna ja kasvumäära abil. TextMagic AS viienda aasta prognoositud vaba rahavoog on 10,08 miljonit eurot, kapitali kaalutud keskmine hind 13,06% ja prognoositud vabade rahavoogude jätkuv kasvumäär konservatiivselt 3%.

Tabel 7. TextMagic AS diskonteerimata ja diskonteeritud rahavood ja terminaalväärtus

mEUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminaalväärtus
Diskonteerimata	1,59	2,29	3,80	6,21	8,17	10,08	103,23
Diskonteeritud	1,48	1,99	3,09	4,72	5,79	6,67	55,88

TextMagic AS väärtuse leidmiseks tuleb liita diskonteeritud terminaalväärtusele diskonteeritud rahavood ja lahutada netolaenu. 2021 aasta rahavoogusid õiglase väärtuse arvutamisel ei kasutatud. TextMagic AS aktsiate arv on 8,5 miljonit, arvutuste kohaselt on TextMagic AS väärtus 2021 aasta lõpu seisuga 80,36 miljonit eurot. Ühe aktsia hinnaks sai autor seega 9,49 eurot, aktsiate märkimishind oli 5 eurot, seega oli aktsia alahinnatud.

### **3.2. TextMagic AS aktsia õiglase väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil**

Võrdlevate suhtarvude meetodi puhul on oluline võrdluseks leida ettevõtted, mis tegutseksid võimalikult sarnases valdkonnas ja sarnasel turgudel. Kuivõrd TextMagic AS puhul on tegemist väga spetsiifilises sektoris tegutseva ettevõttega, valis autor võrreldavateks ettevõteteks sobivad tarkvateenust pakkuvad ettevõtted Baltikumi ja Skandinaavia NASDAQ First North nimekirjadest ja ka põhinimekirjadest. Kuivõrd Balti aktsiaturg on väike ja turgu ennast võib nimetada eripäraseks, lisas autor võrdlusnimekirja ka kolm Eesti ettevõtet teistest sektoritest, mis on noteeritud Balti First North nimekirjas. Autor valis võrreldavateks suhtarvudeks P/E, EV/S, EV/EBITDA ja ROE.

Valitud ettevõtetest on ainsaks otseseks konkurendiks Rootsi ettevõtte Sinch AB, kes tegutseb samuti SMS teenuste turul, Sinch AB puhul on tegemist aga juba väljakujunenud suurettevõttega. Võrreldavateks ettevõteteks on lisaks Sinch AB-le Modera AS, Soprano OYJ, Innofactor PLC, Upsales Technology AB, Lime Technologies AB, Elmo Rent AS, Bercman Technologies AS ja Saunum Grupp AS. Võrdluseks kasutas autor võrreldavate ettevõtete 2021 aasta aruandeid, TextMagic AS puhul 2021 aasta prognoosi. Siinkohal on oluline ära märkida, et Modera AS ja Soprano OYJ puhul on puhaskasum negatiivne, millest tulenevalt ei ole P/E suhtarv võrdluses kohaldatav. Samuti on oluline ära märkida, et Elmo Rent AS, Bercman Technologies AS ja Saunum

Grupp AS puhul on negatiivne nii EBITDA, kui puhaskasum, millest tulenevalt ei ole P/E ja EV/EBITDA suhtarvud võrdluses kohaldatavad.

Tabel 8. TextMagic AS ja võrdlusgrupi suhtarvud

Ettevõtte nimi	P/E	EV/S	EV/EBITDA
Modera AS	-	0,66	3,33
Soprano OYJ	-	1,24	31,50
Innofactor PLC	12,59	1,19	7,78
Upsales Technology AB	128,64	1,32	6,19
Lime Technologies AB	77,90	1,20	3,65
Sinch AB	103,97	0,68	13,20
Elmo Rent AS	-	12,53	-
Bercman Technologies AS	-	126,03	-
Saunum Grupp AS	-	16,26	-
<b>Keskmine</b>	<b>80,78</b>	<b>17,90</b>	<b>10,94</b>
TextMagic AS	37,95	3,55	9,07

Allikad: Nasdaq, autori arvutused

Võrreldavate ettevõtete näitajate tõlgendamiseks on autor koostanud alljärgneva tabeli, mis annab tulemuse TextMagic AS õiglasele väärtusele võrreldavate suhtarvude meetodil. TextMagic AS aktsia hinnaks võtab autor IPO hinna, mis oli viis eurot aktsia kohta.

Tabel 9. TextMagic AS aktsia õiglase väärtuse suhtarvude alusel

Suhtarv	Keskmine	TextMagic AS	Hälve	Õiglase väärtus
P/E	80,78	37,95	-53%	7,65€
EV/S	1,05	3,55	-80%	9,00€
EV/EBITDA	10,94	9,07	-17%	5,85€
<b>TextMagic AS aktsia õiglase väärtus</b>				<b>7,50€</b>

Allikas: Autori arvutused



Võrdlusgrupi keskmistest nähtub, et TextMagic AS aktsia on alahinnatud kõikide suhtarvude suhtes. Oluline on ära märkida, et võrdlusgrupis oli kolm negatiivse EBITDA ja kaks negatiivse puhaskasumiga ettevõtet, mis mõjutavad P/E ja EV/EBITDA tulemusi. Võrreldavate suhtarvude õiglase väärtuse keskmiseks sai autor 7,50€, ehk aktsia oli IPO hetkel alahinnatud 33,3%.

### **3.3. Hinnang saadud tulemustele**

TextMagic AS õiglase väärtuse hindamisel kasutas autor diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodeid. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul teostas autor vabade rahavoogude prognoosi aastateks 2021-2026 ja arvutas selle põhjal kapitali kaalutud keskmise hinna, terminaalväärtuse ja seejärel aktsia õiglase väärtuse. Kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks sai autor 13,06%, mis sisaldas ettevõtte riskipremiat 5%. Terminaalväärtuseks sai autor 55,88 miljonit eurot, sealjuures võttis autor kasvumääraks 3%, mis jääb ajaloolise inflatsioonimäära ja majanduse kogutoodangu kasvumäära piiridesse. Järgmiseks viieks aastaks prognoosis autor ettevõttele kiiret kasvu tulenevalt jätkuvast turuosa kasvatamisest ja uue toote turule toomisest. Ettevõtte õiglaseks väärtuseks IPO hetkel sai autor 80,36 miljonit eurot, aktsia õiglaseks kujunes seega 9,49 eurot. Saadud tulemus näitas, et aktsia oli IPO hetkel 47,3% alahinnatud, kuivõrd IPO hind oli 5 eurot aktsia kohta.

Kuna diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul mõjutavad tulemust nii kasvumäär, kui kaalutud keskmine kapitali hind, teostas autor nimetatud sisendite puhul ka sensitiivsusanalüüsi. Sensitiivsusanalüüsist nähtub, et TextMagic AS-i aktsia hind on sisendite osas võrdlemisi tundlik, kõige madalam väärtus on 7,02€ ja kõige kõrgem väärtus 10,42€.

Tabel 10. Aktsia hinna tundlikkus kapitali kaalutud keskmise hinna ja kasvumäära muutustele

	Kasvumäär				
WACC	2%	2,5%	3%	3,5%	4%
12,06%	8,77€	9,11€	9,50€	9,93€	10,42€
12,56%	8,27€	8,58€	8,92€	9,30€	9,72€
13,06%	7,81€	8,09€	8,39€	8,72€	9,09€
13,56%	7,40€	7,65€	7,91€	8,21€	8,54€
14,06%	7,02€	7,24€	7,48€	7,75€	8,03€

Allikas: Autori arvutused

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kaasas autor võrdlusesse kolm ettevõtet Rootsist, kaks Soomest ja neli Eestist, nendest seitse olid noteeritud Nasdaq First North nimekirjas ja kaks Rootsi ettevõtet olid noteeritud Nasdaq-i põhinimekirjas. Õiglase väärtuse hindamiseks analüüsis autor kolme suhtarvu, milleks olid P/E, EV/EBITDA ja EV/S. Analüüsi tulemusena selgus, et TextMagic AS aktsia oli alahinnatud kõikide võrdluses olevate suhtarvude poolest. Suhtarvude võrdlemisel saadud tulemustel olid võrdlemisi suured vahed, kõige madalam tulemus oli EV/EBITDA suhtarvu põhjal 5,85€ ja kõige kõrgem EV/S suhtarvu põhjal 9,00€. Võrreldavate suhtarvude meetodil sai autor aktsia õiglaseks hinnaks 7,50€, mis oli 33,3% madalam, kui IPO hind.

Aktsia õiglase hinna arvutab autor diskonteeritud rahavoogude tulemuse ja suhtarvude tulemuse kaalutud keskmisena. Suhtarvude kaaluks võtab autor 10% suhtarvu kohta, seega jääb diskonteeritud rahavoogude tulemuse kaaluks 70%. Autor otsustas suhtarvudele anda vaid 10% kaalu kui võrd TextMagic AS-i puhul on tegemist väga spetsiifilises valdkonnas tegutseva ettevõttega, millele võrdlusgrupi koostamine on keeruline ja sellest tulenevalt ei ole võrreldavate suhtarvude meetodil saadud tulemused autori hinnangul piisavalt ülevaatlikud.

Tabel 11. TextMagic AS aktsia kaalutud keskmine hind

Meetod	Hind	Kaal
Diskonteeritud rahavood	9,49€	70%
P/E	7,65€	10%
EV/S	9,00€	10%
EV/EBITDA	5,85€	10%
TextMagic AS aktsia kaalutud keskmine hind	8,89€	

Allikas: Autori arvutused

Autor sai TextMagic AS aktsia õiglaseks kaalutud keskmiseks hinnaks 8,89€, mis on 77,8% kõrgem, kui aktsia IPO hind, seega oli aktsia IPO hetkel alahinnatud. Sellest võime välja lugeda, et ettevõtte juhatusel on positiivsed tulevikuväljavaated. Samuti täitis alahindamine eesmärki investorite huvi tõstmisel, kuivõrd IPO märgiti tugevalt üle.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli välja selgitada TextMagic AS aktsia õiglase hind IPO hetkel ning selle võimalik erinevus IPO hinnast. Õiglase hinna leidmiseks teostas autor õiglase väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil ja võrreldavate suhtarvude meetodil.

Töö esimene peatükk koosnes hindamise teoreetilise tausta tutvustamisest ja meetodite selgitamisest. Töö teises peatükis tutvustati TextMagic AS-i ajalugu ja tegevust ja teostati ettevõtte finantsanalüüs. Töö kolmas peatükk keskendus TextMagic AS õiglase väärtuse hindamisele diskonteeritud rahavoogude meetodil ja võrreldavate suhtarvude meetodil.

Töös püstitas autor kolm uurimisküsimust, mis olid järgmised:

1. Milline on TextMagic AS õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
2. Milline on TextMagic AS õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
3. Kas aktsia oli IPO hetkel õiglaselt hinnastatud?

Diskonteeritud rahavoogude meetodil sai autor ettevõtte väärtuseks IPO hetkel 80,36 miljonit eurot, aktsia õiglaseks hinnaks kujunes seega 9,49 eurot, tulemus saadi jagades ettevõtte õiglase väärtuse aktsiate arvuga. Saadud tulemus näitas, et aktsia oli IPO hetkel alahinnatud 47,3%, kuivõrd IPO hind oli 5 eurot aktsia kohta. Rahavoogude prognoosimisel oli sealjuures autor konservatiivsem, kui ettevõtte juhtkond, ennustades ettevõttele aeglasemat kasvu.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul võrdles autor kolme suhtarvu: P/E, EV/S ja EV/EBITDA. Võrdluse tulemusena sai autor aktsia õiglaseks hinnaks 7,50 eurot, seega oli aktsia IPO hetkel võrreldavate suhtarvude meetodi tulemusena 33,3% alahinnatud.

Et anda aktsia õiglasele hinnale adekvaatset hinnangud, arvutas autor mõlema kasutatud meetodi kaalutud keskmise hinna, sealjuures oli diskonteeritud rahavoogude meetodi kaaluks 70% ja iga suhtarvu kaaluks 10%. Aktsia kaalutud keskmiseks õiglaseks hinnaks sai autor 8,89 eurot. Seega oli aktsia autori arvutuste kohaselt IPO hetkel 43,8% alahinnatud.

# SUMMARY

## VALUATION OF A LISTED COMPANY IN EXAMPLE OF TEXTMAGIC AS

Henri Vesi

The world economy has been in a phase of growth for a long time, one can argue that we have reached the peak of the economic cycle. Investing is becoming increasingly popular - other than the favorable economic situation, one of the drivers of the popularity of investing in Estonia has been the pension reform of 2020. There are many financial instruments to invest in, but it is very important to understand in what you are investing. One of the most popular and the simplest instrument is stocks. Most textbooks consider investors to be rational and make their decisions based on their knowledge of the instrument, but in reality, most investors make their decisions based on gut feeling and emotions as most of them don't have the knowledge of how to properly evaluate companies.

Estonia has seen many IPO-s in recent years and many of the companies have been listed in the Baltic First North list, which is an alternative market that is not regulated within the meaning of the European Union law. All the IPO-s of recent years have been extremely popular with investors, First North IPO-s are no exception although these companies receive less attention and have been mostly less analyzed and covered.

This Bachelors thesis' aim is to value one of such companies at the time of its IPO in the First North list – TextMagic AS. The author of this thesis uses two of the most popular methods of company evaluation – discounted cash flow method and the comparables method and as a result will find the fair price of one share of the company at the time of the IPO. The discounted cash flow method is considered the most accurate but also the most complex method of valuing companies. Comparables method on the other hand is one of the most widely used methods although it might not yield the most accurate results as the accuracy strongly depends on how similar the compared companies are to the company being valued. The thesis is divided in to three parts. The first part covers the theories

of company valuation through discounted cash flow method and comparables method and also shortly covers the nature of IPO-s. The second part of the thesis focuses on TextMagic AS, covering the nature of the business and historical financial figures. The third part of the thesis covers the company valuation using the discounted cash flow method and comparables method.

To find the fair price of one share, the following questions were asked:

1. What is the fair value of TextMagic AS using the discounted cash flow method?
2. What is the fair value of TextMagic AS using the comparables method?
3. Was the share priced fairly during the IPO?

In order to answer the first question, the author firstly composed free cash flow forecasts for 2021-2026 and calculated the weighted average cost of capital (WACC) to use as the discount rate. The forecasts were composed based on management forecasts that were corrected based on the economic outlook, outlook of the A2P market and the historical figures of the company. To calculate WACC the author used the 10-year average yield of the 10-year Germany government bond to which the Estonian country risk premium was added, as the risk-free rate. The Estonian stock markets market risk premium was used along with the average beta of the information services market. The author added an additional 5% company risk premium to the calculation.

As a result of the discounted free cash flow method, the author calculated the fair value of TextMagic AS to be 80,36 million euros, which makes the fair price of one share to be 9,49 euros. Thus, the share price based on discounted cash flows was undervalued by 47,3% as the IPO price was 5 euros.

For the comparables method the author used three ratios: P/E, EV/S and EV/EBITDA. As TextMagic AS is active in a very specific segment, it was very difficult to find companies to compare. Thus, the author picked a total of nine companies of which only one was a direct competitor, seven of the other companies were on the other hand all listed in First North lists of Nasdaq Nordic and Nasdaq Baltic – this covered the specifics of First North listed companies and Estonian stock market specifics. The fair price of the share as a result of the comparables method was 7,50 euros, thus the share was undervalued by 33,3% at the time of the IPO.

To answer the final question the author calculated the weighted average of the discounted cash flow method price and comparables price. The discounted cash flow method was given a weight of 70% and each ratio received a weight of 10%. The weighted average fair price of one share was 8,89 euros, thus the share was undervalued by 43,8% at the time of the IPO.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Allen, F., & Faulhaber, G. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 303-323.
- Baresa, S., Bogdan, S., & Ivanovic, Z. (2013). Strategy of stock valuation by fundamental analysis. *UTMS Journal of Economics Vol. 4, Iss. 1*, 45-51.
- Berkman, H., Bradbury, M. E., & Ferguson, J. (2000). The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation. *Journal of International Financial Management and Accounting*.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. New York.
- Damodran, A. (2020). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition*. Aswath Damodaran.
- Damodran, A. (16. January 2022. a.). *Damodran ONLINE*. Allikas: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Eesti Pank. (2022). *MAJANDUSE RAHASTAMISE ÜLEVAADE*. Eesti Pank.
- Fernandez, P. (2007). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*. Barcelona: IESE Business School - University of Navarra.
- Gitman, L. J., & Joehnk, D. M. (1996). *Fundamentals of Investing* (6th tr.). New York: Harper Collins.
- Hammond, P. B., Leibowitz, L. M., & Siegel, L. B. (2011). *Rethinking the Equity Risk Premium*. The Research Foundation of CFA Institute.
- International Monetary Fund. (2022). *WORLD ECONOMIC OUTLOOK: Rising Caseloads, a Disrupted Recovery, and Higher Inflation*. International Monetary Fund.



- Jeffrey, J., & Jewell, J. (2011). WHAT IS YOUR ROA? AN INVESTIGATION OF THE MANY FORMULAS FOR CALCULATING RETURN ON ASSETS . *Academy of Educational Leadership Journal*, 79-91.
- Jordan, B. D., & Miller Jr., T. W. (2008). *Fundamentals of Investments: Valuation and Management, fifth edition*. New York: Irwin/McGraw-Hill.
- Kantšukov, M. (2010). *Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutmine ettevõtte väärtuse hindamisel*. Tartu: Tartu Ülikool.
- Kert, E. (2007). Fundamentaalne analüüs. rmt: Äripäev, *Investeeringise teejuht* (lk 159-170). Tallinn: Äripäev.
- Konkurentsiamet. (2019). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Tallinn: Konkurentsiamet.
- Konkurentsiamet. (2020). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Konkurentsiamet.
- Kruschwitz, L., & Löffler, A. (2019). *Stochastic Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms*. Berlin: Springer Texts in Business and Economics.
- LHV INSTITUTIONAL EQUITIES. (2021). *Initiation of Coverage Report*. Tallinn: LHV PANK AS.
- Liesz, T. (2002). REALLY MODIFIED DU PONT ANALYSIS: FIVE WAYS TO IMPROVE RETURN ON EQUITY. *Proceedings of the SBIDA Conference*.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. rmt: *Handbook of corporate finance* (lk 375-422).
- marketsandmarkets.com. (2021). *A2P Messaging Market by Component (Platform and A2P Service), Application (Authentication, Promotional and Marketing, and CRM), Deployment Mode, SMS Traffic (National and Multi-Country), End User, and Region - Global Forecast to 2025*. matketsandmarkets.com.
- Monday Media OÜ. (2020). *KONSOLIDEERITUD MAJANDUSAASTA ARUANNE*. Monday Media OÜ.
- mordorintelligence.com. (2021). *CUSTOMER ENGAGEMENT SOLUTIONS MARKET - GROWTH, TRENDS, COVID-19 IMPACT, AND FORECASTS (2022 - 2027)*. mordorintelligence.com.

- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation* (2nd tr.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Ritter, J. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30.
- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. Wiesbaden: University of St. Gallen.
- Steiger, F. (2008). *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*. European Business School. Kasutamise kuupäev: May 2022. a., allikas <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347>
- Tearu, A., & Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Pegasus.
- TextMagic AS. (2021). *KONSOLIDEERITUD 2021. MAJANDUSAASTA 12 KUU VAHEARUANNE*. Tallinn: TextMagic AS.

# LISAD

## Lisa 1. Lihtlitsents

### Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks<sup>1</sup>

Mina Henri Vesi (*autori nimi*)

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose  
BÖRSIETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS TEXTMAGIC NÄITEL,

mille juhendaja on Kalle Ahi

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna  
Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja  
lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas  
Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja  
lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete  
kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

---

\_\_\_\_\_ (kuupäev)

---

<sup>1</sup> Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingu tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtjaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.

## Lisa 2. Monday Media OÜ bilanss ja kasumiaruanne

	31.12.2020	31.12.2019
Varad		
Käibevarad		
Raha	1 756 207	1 006 357
Finantsinvesteeringud	65 925	21 116
Nõuded ja ettemaksed	176 236	114 414
<b>Kokku käibevarad</b>	<b>1 998 368</b>	<b>1 141 887</b>
Põhivarad		
Finantsinvesteeringud	486 231	366 290
Nõuded ja ettemaksed	15 000	0
Kinnisvarainvesteeringud	93 000	93 000
Materiaalsed põhivarad	1 571 348	504 422
Immateriaalsed põhivarad	1 560 888	1 342 094
<b>Kokku põhivarad</b>	<b>3 726 467</b>	<b>2 305 806</b>
<b>Kokku varad</b>	<b>5 724 835</b>	<b>3 447 693</b>
Kohustised ja omakapital		
Kohustised		
Lühiajalised kohustised		
Laenukohustised	395 900	19 576
Võlad ja ettemaksed	1 412 586	1 184 581
<b>Kokku lühiajalised kohustised</b>	<b>1 808 486</b>	<b>1 204 157</b>
Pikaajalised kohustised		
Laenukohustised	0	26 715
<b>Kokku pikaajalised kohustised</b>	<b>0</b>	<b>26 715</b>
<b>Kokku kohustised</b>	<b>1 808 486</b>	<b>1 230 872</b>
Omakapital		
Emaettevõtja aktsionäridele või osanikele kuuluv omakapital		
Osakapital nimiväärtuses	2 600	2 600
Ülekurs	6 656	6 656
Kohustuslik reservkapital	256	256
Realiseerimata kursivahed	-45 380	21 702
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	1 400 402	564 150
Aruandeaasta kasum (kahjum)	2 398 317	1 561 134
<b>Kokku emaettevõtja aktsionäridele või osanikele kuuluv omakapital</b>	<b>3 762 851</b>	<b>2 156 498</b>
Vähemusosalus	153 498	60 323
<b>Kokku omakapital</b>	<b>3 916 349</b>	<b>2 216 821</b>
<b>Kokku kohustised ja omakapital</b>	<b>5 724 835</b>	<b>3 447 693</b>

	2020	2019
Müügitulu	7 922 251	5 465 587
Muud äritulud	414	19 176
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-3 461 374	-2 254 448
Mitmesugused tegevuskulud	-714 173	-639 523
Tööjõukulud	-359 099	-274 054
Põhivarade kulum ja väärtuse langus	-486 959	-377 486
Muud äriikulud	-113 990	-109 452
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>2 787 070</b>	<b>1 829 800</b>
Kasum (kahjum) finantsinvesteeringutelt	-47 082	2 311
Intressikulud	-2 367	-43 921
Muud finantstulud ja -kulud	-112 304	-56 405
<b>Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist</b>	<b>2 625 317</b>	<b>1 731 785</b>
Tulumaks	-191 706	-135 083
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	<b>2 433 611</b>	<b>1 596 702</b>
Emaettevõtja aktsionäri/osaniku osa kasumist (kahjumist)	2 398 317	1 561 134
Vähemusosaluse osa kasumist (kahjumist)	35 294	35 569