

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut
Rahanduse ja panganduse õppetool

Karl Kristjan Soidla

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS
TALLINK GRUPI NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Ärindus

Ärirahandus

Juhendaja: Kristjan Liivamägi

Tallinn 2019

Deklareerin, et olen koostanud töö 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 9696 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Karl Kristjan Soidla

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 164576TABB

Üliõpilase e-posti aadress: karlsoidla@hotmail.com

Juhendaja: Kristjan Liivamägi: Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

SISUKORD

SISUKORD	3
ABSTRAKT	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja eesmärk	7
1.2. Võrreldavate suhtarvude meetod	11
1.3. Fundamentaalanalüüs ja diskonteeritud rahavoogude meetod.....	16
2. AS TALLINK GRUPP	20
2.1. AS Tallink Grupi tutvustus	20
3. AS TALLINK GRUPI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	29
3.1. AS Tallink Grupi õiglase väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil	29
3.1.1 Vabade rahavoogude prognoosimine ja eeldused	29
3.1.2 AS Tallink Grupi kapitali kaalutud keskmine hind (WACC)	33
3.1.3 Õiglase väärtuse leidmine	34
3.2. AS Tallink Grupi aktsia hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil.....	35
3.3. Hinnang saadud tulemustele.....	38
KOKKUVÕTE	42
KASUTATUD ALLIKAD.....	44
SUMMARY	47

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on: Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Tallink grupi näitel. Töö eesmärgiks on välja selgitada Tallinki õiglase väärtus ning selle erinevus turuhinnast. Teema on valitud tulenevalt autori huvist aktsiaturgude ning ettevõtte hindamise vastu, tegemaks ise tulevases elus targemaid finantsotsuseid aktsiaturgudel. Õiglase väärtuse hindamiseks kasutatakse rahavoogude ja dividendide diskonteerimise meetodit ning võrdlevate suhtarvude meetodit.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal tuleneb ettevõtte väärtus tulevikus genereeritavate vabade rahavoogude nüüdisväärtusest. Korrektse tulemuse saavutamiseks on vajalik ettevõtte põhjalik finantsanalüüs. Diskonteeritavate dividendide meetod hindab ettevõtte väärtust tulenevalt tulevikus makstavate dividendide nüüdisväärtusest ning nende kasvumäärast. Võrdlevate suhtarvude meetodi aluseks on hinnatava ettevõtte suhtarvude võrdlemine konkurentidega. Oluline on analüüsi kaasata võimalikult sarnase tegevusala ja ärimudeliga ettevõtted.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal sai autor AS Tallink Grupi õiglaseks väärtuseks 1,05 eurot, diskonteeritud dividendide meetodi põhjal 1,01 eurot ning võrdlevate suhtarvude meetod andis tulemuseks 1,38 eurot. Kolme meetodi keskmine tulemus on 1,14 eurot. AS Tallink Grupi turuhind võeti arvutustes 30.04 seisuga ning sellel päeval oli sulgemishinnaks 1,08 eurot. Seega autori arvutuste põhjal on AS Tallink Grupi aktsia turul alahinnatud 5,55% võrra.

Võtmesõnad: börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine, AS Tallink Grupp, diskonteeritud rahavoogude meetod, diskonteeritud dividendide meetod, võrdlevate suhtarvude meetod.

SISSEJUHATUS

Viimastel aastatel on globaalne majandus olnud kasvufaasis ning aasta-aastalt paranevad ettevõtete kasumid ja inimeste sisstulekud. Selle tulemusena paraneb inimeste elujärg ja on võimalik ka säästa. Vaba raha tekkimisel hakkavad inimesed otsima võimalust seda paigutada ning seetõttu suunatakse tähelepanu investeerimisse. Investeerimist kajastatakse hetke majandusolukorras rohkelt erinevates meediakanalites ning teema on aktuaalne. Infomüra on aga palju ning erinevaid võimalusi raha paigutada väga erinevaid. Jaainvestorite seas on läbi aegade olnud väga populaarseks aktsiainvesteeringud, seda eelkõige pakutava tootluse poolest. Noteeritud ettevõtteid tekib aga pidevalt juurde ning valik on tohutu ja seetõttu on keeruline otsustada, millisesse ettevõttesse enda raha paigutada. Kõhutunde ja meediamüra asemel on mõistlik teha otsuseid faktide ning kvantitatiivsete andmete põhjal – analüüsida ettevõtte finantstulemusi. Põhjaliku finantsanalüüsi tulemusena on võimalik arvutada ettevõtte õiglane väärtus ning kõrvutada seda hinnaga, mida turul pakutakse. Omades taolist konkreetsemat ülevaadet, on juba oluliselt kergem teha investeerimisotsust.

Finantsanalüüs ja selle tulemusena ettevõtte hindamine on oluline väga mitmete osapooltele. Ostumüügi tehingu puhul privaatsktoris on tihtipeale eriarvamusi ning omanikel rohkelt emotsioone, mistõttu on olulised just numbrilised näitajad, et jõuda ühisele arusaamale. Ettevõtetel sisemiselt on oluline teada enda väärtust, et teha targemaid strateegilisi otsuseid ja kaasata investoreid. Käesolev uurimistöö lähtub jaainvestori vaatepunktist, kellel on oluline hinnata börsiettevõtte väärtust, et aktsiaturgudel teha tulusamaid otsuseid. Konkreetse aktsia hindamine annab jaainvestorile müügi-, hoidmise- või ostusignaali. Taolisi hindamisi, hinnasihte ja signaale annavad tänapäeval ka erinevad agentuurid, kuid mõistmata nende hinnangute tagamaid, võib investor teha ebamõistlikke otsuseid. Ettevõtte hindamiseks kasutatavaid meetodeid on palju ning need annavad enamasti erinevaid tulemusi. Seetõttu on oluline mõista erinevate meetodite sisu, et tulemusi korrektselt tõlgendada. Kõige enam kasutatakse kahte meetodit – rahavoogude diskonteerimise meetod ja võrdlevate suhtarvude meetod. Neist esimene on oluliselt aeganõudvam, keskendudes ettevõtte

finantsaruandlusele ning tuleviku prognoosimisele. Enamasti annab diskonteeritavate rahavoogude meetod kõige korrektsema tulemuse. Võrdlevate suhtarvude meetod keskendub teistele sarnastele ettevõtetele ning kuidas on nad turul hinnatud. Ettevõtte väärtus saadakse suhtarvude võrdlemise tulemusena. See meetod on lihtsam ning laialt levinud, kuid tulemuste tõlgendamisel tuleb olla ettevaatlik ning valitud konkurendid peavad olema valimis võimalikult sarnased. Ettevõtte õiglase väärtuse arvutamiseks on vajalik kasutada erinevaid meetodeid, tagamaks võimalikult korrektne tulemus.

Käesoleva bakalaureusetöö teema on valitud tulenevalt autori isiklikust huvist aktsiaturgude vastu. Autori hinnangul on ettevõtte hindamise oskus hädavajalik tulevikus targemate investeerimisotsuste tegemiseks finantsturgudel. Selleks on oluline mõista erinevaid analüüsimeetodeid ning tõlgendada saadud tulemusi. Hinnatava ettevõtte valikul sai määravaks ettevõtte pikk ajalugu, lähedus koduturule ning tegutsemisvaldkond. Autorile tundus töö alustamise hetkel, et AS Tallink Grupi puhul võiks olla tegu alahinnatud ettevõttega. Antud bakalaureusetöö võiks huvi pakkuda nii käesolevatele kui ka tulevastele AS Tallink Grupi aktsionäridele, mõistmaks paremini ettevõtte tulemusi ja rahavoogusid tulevikus.

Töö eesmärgiks on välja selgitada AS Tallink Grupi õiglase väärtus ning selle erinevus turuhinnast. Tulemuse saavutamiseks kasutab autor kolme erinevat hindamise mudelit – rahavoogude diskonteerimise meetod, dividendide diskonteerimise meetod ning võrdlevate suhtarvude meetod. Meetodid on valitud tulenevalt nende populaarsusest jaeinvestorite hulgas ning enda sisuliste erinevuste poolest.

Esimeses peatükis tutvustab autor ettevõtte hindamise olemust ja olulisust ning ettevõtete hindamiseks kasutatavaid meetodeid. Teises peatükis annab autor ülevaate AS Tallink Grupi senistest majandustulemustest perioodil 2007-2018, grupi ärimudelist ning finantsseisust ja finantsanalüüsist. Kolmas peatükk keskendub Tallinki õiglase väärtuse hindamisele ning tulemuste hinnangule.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised uurimisküsimused:

1. Mis on AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
2. Mis on AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus diskonteeritud dividendide meetodil?
3. Mis on AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus võrdlevate suhtarvude meetodil?
4. Kui palju erinevad meetodite tulemused ning mis on nende keskmine väärtus?
5. Kas AS Tallink Grupi aktsia on turul üle- või alahinnatud?

1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja eesmärk

Ettevõtte õiglase väärtuse teadmine on oluline mitmetele erinevatele turuosalistele - finantseerijatele (laenuandjad), ostude ja ülevõtmiste puhul nii müüjale kui ostjale ning ettevõtte väärtuse hindamine mängib väga olulist rolli ka aktsiainvestoritele portfelli haldamises ehk investeerimisotsuste tegemisel. (Damodaran, 2002) Käesoleva lõputöö raames on oluliseks just viimasena mainitud kategooria ehk ettevõtte väärtuse hindamine, tegemaks paremaid investeerimisotsuseid aktsiaturgudel.

Igal varal on väärtus. Kasumlike investeerimisotsuste tegemiseks tuleb mõista, millest see väärtus tuleneb ja millel põhineb. Aktiivsed investorid üritavad leida alahinnatud varasid, lootes, et tänu sellele õnnestub teenida paremat tootlust kui turu keskmine tootlus samal ajaperioodil. (Damodaran, 2002)

Investorid kasutavad ettevõtet hinnates peamiselt kahte numbritel põhinevat analüüsimeetodit – tehniline analüüs ja fundamentaalne analüüs. Neist esimene vaatab tulevikku, teine minevikku. Tehnilise analüüsi eesmärgiks on ennustada hindade lühiajalisi liikumisi ning anda soovitusi tehingute õigeaegseks ajastamiseks. Öeldakse, et fundamentaalanalüüs annab vastuse küsimusele „mis juhtub“ ning tehniline analüüs annab vastuse küsimusele „millal juhtub“. Tehniline analüüs põhineb eeldusel, et ajalugu kordab ennast ning kasutatakse hindade liikumise graafikuid. Kuigi tehnilist analüüsi kasutavad paljud investorid, siis fundamentaalanalüüs on palju rohkem laialdaselt levinud ning hädavajalik osa finantsanalüüsist. (Alexander, Sharpe, & Bailey, 2001) Sellest tulenevalt keskendub ka antud töö ülejäänud teooria osa fundamentaalanalüüsile. Fundamentaalanalüüs keskendub ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ning tulevase potentsiaali uurimisele ja prognoosimisele, eesmärgiga leida turul alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid (Kert, 2007).

Fundamentaalanalüüs tugineb kahel eeldusel (Ibid.):

- 1) ettevõtte turuhind võib erineda tema õiglasest väärtusest,
- 2) pikemas perspektiivis turg selle erinevuse siiski parandab ja vara hind liigub oma õiglase väärtuse juurde.

Need kaks fundamentaalanalüüsi alustala lähevad aga mõningasse vastuollu akadeemiliste seisukohtadega, mis väidavad, et turuhind kajastab juba kogu olemasolevat informatsiooni ja seetõttu ei ole turu keskmisest paremat tootlust pikaajaliselt võimalik saavutada. (Ibid.)

Seega on vajalik selgitada turu efektiivsuse kontseptsiooni. Efektiivse turu teooria kohaselt koostavad analüütikud hoolikalt finantsanalüüsi, hinnates ettevõtete, sektorite ja majanduse olukorda, lootes leida alahinnatud instrumente. Kui selline vara leitakse, siis sooritatakse ostutehing. See omakorda aga peaks viima hinna õiglase väärtuse lähedale ning vara enam ei tohiks olla alahinnatud. Seega laialdane finantsanalüüs peaks viima olukorrani, kus instrumendid peegeldavad enda õiglasi väärtusi. Seega tekib küsimus, et miks üldse on põhjust finantsanalüüsi läbi viia, et leida alahinnatud varasid? Vastuseid on kaks: esiteks on finantsanalüüs kulukas ning seda ei tehta igal ajal igale varale ning seetõttu ei ole turul igal instrumendil igal ajahetkel õiglane hind; teine põhjus peitub selles, et iga turuosalise olukord ja põhjused on erinevad ning seetõttu tehakse ka enda portfelli jaoks erinevaid otsuseid, mis ei ole alati lähtuvad parimast tootlusest. (Alexander *et al.* 2001)

Eugene Fama jagab turu efektiivsuse kontseptsiooni kolme vormi: nõrk, pool-tugev ning tugev. Nõrgalt efektiivse turu korral on võimatu teenida ebanormaalseid kasumeid, kasutades ostu- ja müügiotsuste tegemiseks mineviku hindasid. Pool-tugevalt efektiivsel turul ei saa teenida ebanormaalselt suurt kasumit kasutades selleks avalikkusele teadaolevat informatsiooni, tugevalt efektiivsel turul ei ole ebaloomulikult suure kasumi teenimine võimalik ka siseinformatsiooni kasutades. Kõigil kolmel juhul jääb sisse õnnefaktor, ehk ebaloomuliku kasumi teenimine on võimalik juhu teel (kuigi investor kasutab investeerimisotsuse tegemiseks näiteks mineviku hindasid ja teenib suure kasumi, siis ei taganud tulemust mitte hea analüüs, vaid puhas õnn). Kui kasutatakse terminit efektiivne turg, siis peetakse enamasti silmas pool-tugevat vormi, sest siseinfo kasutamine on seadusega rangelt keelatud. (Ibid.)

Selleks, et turg oleks täielikult efektiivne, peab turg olema efektiivne nii välimiselt kui ka sisemiselt. Välimine efektiivsus seisneb informatsiooni kiires ja laiaulatuslikus liikumises, mis lubab igal kaubeldaval varal kiiresti ja õiglaselt kohandada oma hinda uuele informatsioonile nii, et uus hind peegeldab investeringu väärtust. Sisemiselt efektiivne turg on turg, kus maaklerid ja kauplejad

konkureerivad ausalt, teenustasud on madalad ja tehingute läbiviimine kiire. Täielikult efektiivse turu olemasoluks peaks absoluutselt kõik investorid omama tasuta täielikku informatsiooni, olema võimekad analüütikud ning jälgima tähelepanelikult turuhindasid ning enda portfellis tegema selle põhjal korrekture. Ainult siis oleks tegu turuga, kus igal ajahetkel iga vara väärtus võrdub oma õiglase väärtusega. (Ibid.)

Ajaloo vältel alati esinenud börsimullid ja –krahhid ning läbi aegade on leidunud ka inimesi, kes turgu on suutnud pikaajaliselt lüüa (Kert, 2007). Tuntuima näitena saab kindlasti tuua Warren Buffeti, kes on suutnud turgu lüüa juba väga pikalt.

Fundamentaalanalüüsi peamiseks eesmärgiks on ettevõtte õiglase väärtuse leidmine ning selleks kasutatakse mitmeid erinevaid meetodeid. Peamiselt on nendest laialdaselt kasutuses järgmised: diskonteeritud rahavoogude meetod (*DCF – discounted cash-flow method*) ning suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod, mida kasutatakse enamasti koos, sest nad on omavahel tihedalt seotud. Absoluutselt tõde ei peegelda ükski analüüsimeetod, kuid põhjalik fundamentaalne analüüs aitab siiski investeringuid oluliselt kasumlikumaks muuta. (Kert, 2007)

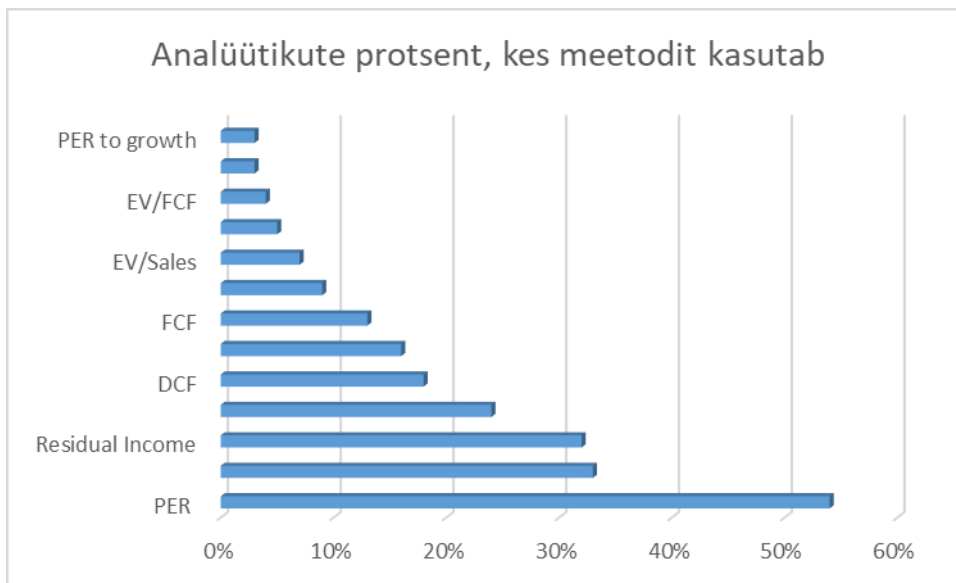
Ettevõtete õiglase väärtuse hindamiseks kasutatavaid meetodeid on rohkelt ning erinevad autorid jagavad neid ka erinevatesse kategooriatesse. Peamiselt kasutatakse viite erinevasse kategooriasse kuuluvaid meetodeid: bilansil põhinevad meetodid, võrreldavate tehingute meetodid, segameetodid, rahavoo diskonteerimisel põhinevad meetodid, reaaloptsoonide hindamise meetodid (Zirnask, 2008). Kontseptuaalselt kõige õigem lähenemine on rahavoogude diskonteerimisel põhinev hindamine. Kuigi teised meetodid on oluliste puudustega, siis kasutatakse neid ikkagi (Fernandez, 2007).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal sõltub ettevõtte väärtus vabadest rahavoogudest, mida firma suudab tulevikus genereerida. Rahavood tuleb läbi kaaluda riskitaseme, omanike nõutava tulunormi ning muude oluliste teguritega. (Kert, 2007) Diskonteeritud rahavoogude meetod on tänapäeval enim kasutatavaim ettevõtte hindamise meetod. Seda meetodit võib rakendada mitut moodi, enim kasutatakse mudelit, mille puhul ettevõtte väärtus on võrdne tema tegevusest tulenevate rahavoogude väärtusega, millest on lahutatud laenukapitali väärtus. (Laid, 2003) Rahavoogude diskonteerimise mudelis määravad ettevõtte õiglase väärtuse neli komponenti – rahavood, mida ettevõtte genereerib olemasolevate vahenditega, rahavoogude oodatav kasvumäär, ajaperiood, mille jooksul ettevõtte jõuab stabiilse kasvuni ning kasutatava kapitali hind (Fernandez, 2001). Tegu on väga ajamahuka analüüsimeetodiga (Kert, 2007). Diskonteeritud rahavoogude

meetod on põhjaks teistele analüüsimeetoditele. Kui inimene mõistab seda kontseptsiooni, siis suudab ta kasutada ka teisi lähenemisi. (Damodaran, 2002)

Rahavoogude diskonteerimisega on seotud ka dividendide diskonteerimise mudel (DDM). See mudel põhineb faktil, et enamasti ootavad ettevõtte osanikud ettevõttest dividende. Dividendide diskonteerimise mudel hindab aktsia väärtust ettevõtte poolt tulevikus makstavate dividendide summana ning need dividendide rahavood on korrigeeritud riski ja raha ajaväärtusega. (Corrado & Bradford, 2000) Väärtuse määravad tulevikus makstavad dividendid ning selle tõttu peab tänase väärtuse leidmiseks tooma need dividendide vood tänasesse väärtusesse. Dividendide diskonteerimise mudel annab adekvaatsemaid tulemusi stabiilse suuruse saavutanud firmade puhul, sest mudel hindab ettevõtte väärtust korrektset siis, kui dividendid on samas suurusjärgus omanike vaba rahavooga konkreetsel perioodil. (Karu & Zirnask, 2001)

Joonisel number üks on kajastatud analüüsimeetodid, mida Euroopa ettevõtete väärtust hinnates analüütikud kõige enam kasutavad. Kõige üllatavam on tõsiasi, et kõige täpsem, DCF mudel, asub alles viiendal kohal. Kõige populaarsem meetod on pelgalt aktsia hinna ja kasum aktsia kohta suhtarvu, PER (*price to earnings ratio*), arvutamine. Suhtarvudest on populaarne ka EV/EBITDA näitaja, mis leitakse jagades ettevõtte väärtuse intresside, maksude ja amortisatsiooni eelse kasumiga. Oluline on mõista, et kasutatavad suhtarvud sõltuvad peamiselt ettevõtte tegutsemisvaldkonnast. Näiteks finantsinstitutsioonide puhul on enimkasutatav suhtarv P/BV (*price to book-value*), jaekaubanduse puhul PER ja EV/EBITDA, lennundussektoris EV/EBITDA, maanteetranspordi ettevõtteid analüüsides aga P/S (*price to sales*) jne.



Joonis 1. Morgan Stanley Dean Witter'i analüütikute poolt enim kasutatavad väärtuse hindamise meetodid Euroopa ettevõtete hindamiseks

Allikas: (Fernandez, 2001)

1.2. Võrreldavate suhtarvude meetod

Suhtarve kasutatakse võrdleva analüüsi koostamiseks – ettevõtte väärtust hinnatakse selle järgi, kuidas turul on hinnatud sarnased ja võrreldavad ettevõtted, konkurendid (Fernandez, 2001). Võrreldavate tehingute meetodi baasiks on idee, et sarnased varad peaksid olema ligikaudu samal hinnatasemel (Stowe *et al.* 2007). Levinud on ka arvamus, et suhtarvude puhul esineb alati tugev dispersioon ning seetõttu suhtarvude põhjal hindamine on alati väga subjektiivse väärtusega. Suhtarvud omavad siiski olulist väärtust hindamise teises faasis – olles mõne teise meetodiga leidnud ettevõtte õiglase väärtuse, annavad suhtarvud võimaluse suures pildis võrrelda seda ettevõtet konkurentidega. (Fernandez, 2001) Relatiivse hindamise kasutamine võimaldab hindajal kontrollida teiste meetoditega saadud tulemusi ning mõista vahemikku, kuhu ettevõtte aktsia väärtus peaks langema (Laid, 2003). Enamik inimeste argipäeva ostuotsuseid reaalses maailmas põhinevad võrdlusmeetodil – alates maja või auto ostmisest kuni aktsiate ostmiseni – alati vaadatakse seda, millist hinda küsitakse turul teiste sarnaste varade eest (Damodaran, 2002).

Suhtarve on võimalik arvutada nii mineviku näitajate kui ka tuleviku prognoositud näitajate pealt. Esimese variandi miinuseks on see, et selline lähenemine sisaldab endas vähem informatsiooni ja hinnangut. Tuleviku prognooside pealt arvatud suhtarvude kvaliteet on aga otseses sõltuvuses prognooside enda kvaliteedi ja täpsusega. (Kert, 2007) Suhtarvude interpreteerimiseks on kaks võimalust. Esimene võimalus on võrrelda ettevõtte suhtarvude muutumist viimase 3-5 aasta jooksul. Selline võrdlus aitab hinnata, milline on olnud ettevõtte areng ja kuhu suunas on trend. Teine võimalus on võrrelda ettevõtte suhtarve konkurentide ja turu näitajatega. (Gitman & Joehnk, 1996). Mõlemad omavad olulist väärtust, rohkem pööratakse rõhku siiski teisele poolele ehk võrdlusele konkurentidega (Damodaran, 2002).

Finantssuhtarvud saab jagada viite kategooriasse (Gitman & Joehnk, 1996):

- 1) Likviidsussuhtarvud – mõõdavad ettevõtte võimekust täita lühiajalisi kohustusi. Peamiselt kasutatakse kahte näitajat: lühiajaliste kohustuste kattekordaja (*current ratio*), mis on võrdne käibevarad jagatuna lühiajaliste kohutustega ning puhaskäibekapital (*net working capital*), mille saab lahutades lühiajalistest varadest maha lühiajalised kohustused. Kuigi puhaskäibekapital ei ole tehniliselt võttes suhtarv, siis seda sageli suhtarvuna siiski vaadatakse.
- 2) Tegevussuhtarvud – siia kategooriasse kuuluvad näitajad võrdlevad ettevõtte müüginumbreid mitmete erinevate kategooriatega, et mõõta kui hästi ettevõtte kasutab enda varasid. Enim kasutatavad on kolm tegevussuhtarvu: ostjate arvete käibevälde (*accounts receivable turnover*), varude käibevälde (*inventory turnover*) ja varade käibevälde (*total asset turnover*). Müügitulu jagatakse vastavalt laekumata arvetega, varudega ning koguvaradega ja saadakse vastavad suhtarvud.
- 3) Võimendussuhtarvud - võtavad vaatluse alla ettevõtte finantsseerimisstruktuuri ja indikeerivad kui palju võõrkapitali ettevõtte kasutab. Peamiselt on levinud kaks sellist suhtarvu: kohustiste ja omakapitali suhe (*Debt-Equity Ratio*) ning intresside kattekordaja (kasum enne makse ja intressikulud jagatuna intressikuludega). Need suhtarvud annavad parema pildi investeringu riskitasemest, mida suurem on võimendus, seda suurema riskiga on investering.
- 4) Rentaablussuhtarvud – need näitajad hindavad ettevõtte kasumlikkust. Levinud on kolm rentablussuhtarvu: müügitulu puharentaablus (*net profit margin*), mille leidmiseks jagatakse puhaskasum müügituluga, vara puharentaablus (ROA ehk *Return of Assets*)

saadakse jagades puhaskasumi koguvaradega ning omakapitali puhasrentaablus (ROE ehk *Return of Equity*) leitakse jagades puhaskasumi omakapitaliga.

- 5) Väärtussuhtarvud – suhtarvud, mis iseloomustavad võtmetähtsusega näitajaid aktsia baasil. Need suhtarvud näitavad investorile, kui suur osa kasumist, dividendidest või varadest on omistatud igale aktsiale. Populaarsed on eelkõige kuus selle kategooriasuhtarvu: P/E suhtarv, EPS, dividendid aktsia kohta, *dividend yield*, väljamakse kordaja ning P/B suhtarv.

Tulenevalt sellest, et suhtarvude analüüsis börsiaktsiate puhul kasutatakse sageli just väärtussuhtarve, siis antud töö jaoks on oluline vaadata just sinna kategooriasse kuuluvaid suhtarve lähemalt. Väärtussuhtarve omakorda saab jagada kolme kategooriasse (Fernandez, 2001):

- 1) Ettevõtte kapitaliseeritusel põhinevad suhtarvud. Nendeks on P/E (*price to earnings* ehk aktsia hind jagatuna kasumiga aktsia kohta), P/S (*price to sales* ehk aktsia hind jagatuna käibega aktsia kohta), P/B (*price to book value* ehk aktsia hind jagatud tema raamatupidamislik väärtus). Kolm eelnevalt nimetatud on siit kõige olulisemad, oluliselt vähem kasutatavad selle kategooria suhtarvud on P/CE, P/LFCF, *Price to Customer*, *Price to units*, *Price to output* ja *Price to potential customer*.
- 2) Ettevõtte väärtusel põhinevad suhtarvud. Sellest kategooriast on enim kasutusel EV/EBITDA suhtarv (ettevõtte väärtus jagatud kasumiga enne intressikuluid makse ja amortisatsiooni). Samasse kategooriasse liigituvad veel EV/Sales (ettevõtte väärtus jagatuna müügituluga) ja EV/FCF (ettevõtte väärtus jagatuna rahavooga ettevõttele enne intressimakseid).
- 3) Kasvunäitajatel põhinevad suhtarvud. P/EG või PEG ehk eelnevalt kirjeldatud *price to earnings* suhtarv jagatuna tulude kasvuprotsent aktsia kohta (*EPS growth* – tulude kasv aktsia kohta protsentides).

Investeerimismaailmas kõige enam kasutatav suhtarv on P/E. Selle näitaja võlu peitub lihtsuses - seda on lihtne arvutada ning samas peidab ta endas väärtuslikku informatsiooni, sest seob omavahel kaks olulist näitajat ehk aktsia hinna ja ettevõtte teenitava kasumi. Valemi avaldub kujul:

$$P/E = \text{aktsia hind (price)} \div \text{kasum aktsia kohta (earnings per share)}$$

P/E õiglaseks tasemeks peetakse vahemikku 15-16, mis tuleneb USA aktsiaturu ajaloo keskmisest tasemest. Siiski tuleb antud suhtarvu vaadata laiemalt. P/E suhtarv on otseses sõltuvuses ettevõtte poolt tulevikus oodatavast kasvukiirusest ja seetõttu on seda esmapilgul lihtsat suhtarvu tegelikult

keeruline tõlgendada. Kiiresti kasvavate ettevõtete P/E tase on reeglina kõrgem (näiteks tehnoloogia sektor) ning stabiilsete ettevõtete oma keskmisest madalam (näiteks raudtee- ja laevakompaniid). P/E tase on sõltuvuses ka regioonist, kus ettevõtte tegutseb - regiooni kõrgema riski korral on P/E tase madalam. Seega ainult P/E suhtarvu põhjal on väga keeruline hinnata, kas ettevõtte on üle- või alahinnatud. Oluline on seda näitajat võrrelda teiste sama sektori ettevõtetega ning kui see näitaja on madalam kui konkurentidel, siis on see enamasti hea indikatsioon. (Kert, 2007).

Nagu eelmises lõigus kirjeldatud, siis P/E näitaja on olulises sõltuvuses kasvukiirusest ning PEG suhtarv aitab need kaks näitajat kombineerida. PEG suhtarvu valem on järgmine:

$$\text{PEG} = \text{P/E} \div \text{kasumi kasvu kiirus (\%)}$$

Kui PEG näitaja jääb alla 1, siis peetakse aktsiat enamasti soodsaks, aga kui näitaja ületab 1 piiri, siis on see märk ülehinnatusest (Kert, 2007).

Eelnevalt välja toodud kaks suhtarvu on eelkõige olulisemad kiiremat kasvu näitavate ettevõtete puhul. Stabiilsete ettevõtete puhul on ülimalt oluliseks näitajaks dividenditootlus (*dividend yield*), mille leidmiseks on valem kujul: Dividenditootlus = dividend aktsia kohta ÷ aktsia turuhind. Kiiresti kasvavad ettevõtted suunavad enamasti raha ainult investeringutesse ja laienemisse ning seetõttu dividende ei maksa. Aktsionäridele pakutakse tootlust läbi aktsia väärtuse kasvu. Kui kasvavad ettevõtted otsustavad siiski vahel dividende maksavad, siis dividenditootluse näitaja on enamasti 0-2% vahel. Stabiilsete ettevõtete puhul, kellel on suuremad investeringud juba tehtud, peetakse aga oluliseks investoritele dividendide välja maksmist. (Kert, 2007) Kõpses faasis olevate ettevõtete puhul ootavad investorid dividendide kasvu aastate lõikes. Ameerika Ühendriikide aktsiaturul on ettevõtteid, kes on suutnud dividendimakseid suurendada viiekümne aasta jooksul absoluutselt iga aasta. Sellise saavutusega on hakkama saanud ligi 20 ettevõtet ning neid kutsutakse dividendikuningateks. Veelgi enam, rohkem kui sada aastat järjest, on suutnud dividende kasvatada seitse ettevõtet ning neid nimetatakse dividendizombideks. Tulenevalt väikesest riskist on nad aga ka suhteliselt kallilt hinnastatud ja P/E suhtarv jääb enamasti 20 ringi. (Roosaare, 2016)

Tähelepanu tuleb pöörata veel kolmele olulisele suhtarvule - P/B ja P/S ning EV/EBITDA. P/B, ehk aktsia hinna suhe raamatupidamislikku väärtusesse, on oluline antud suhtarv sektorites, kus ettevõttel on loodava väärtuse ja rahavoogude genereerimiseks vajalikud suur põhivara osakaal, näiteks laevandussektor. Vähem tähelepanu võib P/B suhtarvule pöörata tehnoloogiafirmade puhul ja teenindussektoris. P/B on üks stabiilsemaid väärtussuhtarve ning annab seetõttu hea võrdlusbaasi

ja sellest tulenevalt kasutavad investorid enda analüüsidest seda suhtarvu meelega. Samuti indikeerib P/B näitaja, kas aktsia võib olla ala- või ülehinnatud. Kui nimetatud suhtarv on väiksem kui üks, siis on see märk, et aktsia võib olla alahinnatud ning põhjus peitub kehvast juhtimisest. (Damodaran, 2002) Selle näitaja juures on oluline jälgida ka ettevõtte raamatupidamismeetodeid. Raamatupidamislik väärtus võib olla nii üle- kui alahinnatud kui raamatupidamine on puudulik ja vähese kompetentsiga (Norton, 2012). Noteeritud ettevõtete puhul on sellise olukorra tõenäosus väike, kuid väiksemate ettevõtete puhul ohukoht hindamisel. Erinevalt P/E suhtarvust saab P/B näitajat kasutada ka siis, kui ettevõtte on kahjumis, sest negatiivse raamatupidamisliku väärtusega ettevõtteid on oluliselt vähem kui lihtsalt kahjumis ettevõtteid (Damodaran, 2002).

P/S (*price-to-sales*) ehk aktsia hinna suhe käibes on käibel põhinevatest suhtarvudest enim kasutatud. Kuna käive varieerub enamasti vähem kui kasum, siis on P/S näitaja ka stabiilsem kui P/E. Käibenumbreid on ka oluliselt raskem manipuleerida kui kasumit (Damodaran, 2002). P/S suhtarv annab võimaluse võrrelda ettevõtteid, kellel on tsüklilisem äritegevus ehk erinevatel perioodidel kasuminäitajad varieeruvad olulisel määral. Samuti ka alles algusfaasis firmasid, kes toodavad veel kahjumit või ei suuda veel näidata täispotentsiaalile vastavaid marginaale, sest palju raha kulub arendustegevuseks ja investeeringuteks. (Schreiner, 2007)

EV/EBITDA (*enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) valem on järgmine: $(\text{Omakapitali väärtus} + \text{võlakohustuse väärtus} - \text{Raha}) / \text{EBITDA}$. Raamatupidamislikult kajastatakse amortisatsiooni erinevalt ning see annab võimaluse mõjutada kasuminäitajaid. EV/EBITDA suurimaks eeliseks on see, et kuna EBITDA amortisatsiooni arvesse ei võta, siis amortisatsiooni erinev kajastamine seda ei mõjuta. Samuti saab EBITDA suhtarvu abil võrrelda erineva finantsvõimendusega ettevõtteid, sest ka intressimaksud selles näitajas ei sisaldu. (Damodaran, 2002)

Võrdlusmeetodi suurim puudus on, et keeruline on hinnata selle abil ettevõtte väärtust, kes ise pole börsil noteeritud või konkurendid ei ole noteeritud. Sellisel juhul on andmete saamiseks vajalik töömaht oluliselt suurem ja vahel ei õnnestugi neid leida. Samuti on keeruline leida konkurente ettevõttele, kes on väga suure turuosaga või otsesid konkurente väga spetsiifilistes valdkondades. Meetod on puudulik ka ettevõtete puhul, mis toodavad kahjumit. Suhtarvusi võimalik rohkem manipuleerida diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud tulemusi. Samuti on suhtarvude tulemusi võimalik tõlgendada erinevalt. Ohtlik on ka võimaliku illusiooni tekkimine olukordades, kus mõni sektor tervikuna on turul ülehinnatud. Näiteks kui kogu tehnoloogiasektor on ülehinnatud,

siis võib ühe tehnoloogia ettevõtte IPO puhul tekkida aktsia ülehindamine kui tuginetakse P/E suhtarvule. Võrdlusmeetodi ja suhtarvude kasutamise teeb ahvatlevaks aga see, et see on teistest hindamismeetoditest lihtsam. Inimestel tekib sellega ka samastumiseefekt, sest seda kasutatakse ka igapäevaotsustes, mitte ainult aktsiate õiglast väärtust hinnates. Meeldivaks aspektiks on investoritele kindlasti ka see, et börsiettevõtete puhul saab võrdlusmeetodiga anda õiglasele väärtusele hinnangu üsna vähese ajakuluga. (Ibid.)

1.3. Fundamentaalanalüüs ja diskonteeritud rahavoogude meetod

Enamasti kasutatakse ala- või ülehinnatud varade leidmiseks fundamentaalanalüüsi. Selliste varade leidmiseks peab analüütik hindama ettevõtte tulevase kasumeid ja dividende ning leidma ühe järgmistest olukordadest, kus analüütiku arvamus (Alexander *et al.* 2001):

- erineb oluliselt turu keskmisest hinnangust;
- on vaadeldav reaalsusele lähemale olevana kui turu keskmine hinnang;
- ei kajastu veel turuhinnas.

Fundamentaalanalüüs põhineb eeldusel, et ettevõtte aktsia hinda mõjutavad aktsia väljastanud ettevõtte majandustulemused. Fundamentaalanalüüs algab ettevõtte analüüsiga. Analüüsitakse mineviku majandustulemusi ning tegevusprotsesse. Pannes saadud mõtted ja tähelepanekud konteksti üldiste majandus- ja sektoriproгноosidega, saab investor formuleerida ootused ettevõtte kasvule ja tulemustele tulevikus. (Gitman & Joehnk, 1996) Fundamentaalne põhimõte on, et vara majanduslik väärtus on mõõdetav tema tulevikus genereeritavate rahavoogude summana, kus rahavood on korrigeeritud riskiga ja raha ajaväärtusega (Corrado & Bradford, 2000).

Fundamentaalanalüüsi käigus võib rakendada kahte erinevat lähenemist. Esimesel juhul leiab investor oodatavate rahavoogude diskonteerimise teel vara õiglase väärtuse. Seejärel võrreldakse saadud tulemust vara hetke turuhinnaga ning otsustatakse kas vara on üle- või alahinnatud. Teine lähenemine on oluliselt lühem, analüütik arvutab vaid ühe või kaks näitajat. Näiteks prognoosib investor tuleva aasta kasumit aktsia kohta ning juhul kui see ületab oluliselt teiste analüütikute poolt arvatatud konsensuslikku tulemust, siis võib tegu olla atraktiivse investeeringuga. (Alexander *et al.*

2001) Prognooside tegemiseks kasutatakse erinevaid lähenemisi. Üks lähenemine on ülevalt-alla prognooside tegemine. Selle lähenemise korral koostavad analüütikud prognoosid esmalt majandusele tervikuna, seejärel ettevõtte tegutsemissektorile ning alles viimasena ettevõttele endale. Teine lähenemine on alt-üle prognoosimine ning sellisel juhul on prognooside koostamine vastupidises suunas ehk ettevõtte-sektor-majandus tervikuna. (Ibid.)

Ettevõtte analüüsi osas peab investor õppima tundma ettevõtte varasemaid majandusaastaaruandeid ja tulemusi, mõistmaks firma tugevusi ja nõrkusi, trende ja arenguid ning protsesside efektiivsusi. Info korralik analüüs annab investorile ülevaate ettevõtte üldisest olemusest ja opereerimisest. Ettevõtte analüüsi osas on eriti olulised viis aspekti: ettevõtte positsioon konkurentide suhtes, müüginumbrite kasv ja sisu, tulude dünaamika ja kasumlikkus, varade likviidsus ja kompositsioon ning kindlasti kapitalistruktuur. (Gitman & Joehnk, 1996)

Ettevõtte ajalooliste andmete analüüs on kõige aega-nõudvam ning raskem osa enamikele investoritele. Seetõttu tuginetakse sageli avalikele soovitusetele, mis on avaldatud investeerimissaitide ning ametlikes finants väljaannetes. Need on küll väärtuslikud infoallikad, kuid intelligentne investor peab täielikult mõistma nende numbrite ja soovitude tagamaid, sest lõpuks teeb investor ise otsuse ettevõtte ja tema aktsia kohta. (Ibid.)

Peamine põhjus minevikuandmete vaatamiseks ja analüüsiks on saada aimu ettevõtte liikumissuunast tulevikus ning selle kasumlikkusest. Kuigi minevik ei anna tulevikuks mingeid garantiisid, siis annab see siiski selge ülevaate ettevõtte tugevustest ja nõrkustest. Näiteks kuidas on arenenud turuosa ja müük, kuidas on muutunud kapitalistruktuur või kuidas reageerib ettevõtte juhtkond rasketes olukordades. Lühidalt öeldes, minevik näitab kui hästi on ettevõtte positsioneeritud, et ära kasutada võimalusi, mida võib pakkuda tulevik. Kuna aktsia väärtus on funktsioon tuleviku kasumist, siis on investori ülesandeks kasutada minevikuandmeid, et ennustada ettevõtte vötmehäitajaid tulevikuks. (Ibid.)

Iseloomustamiseks rahavoogude diskonteerimise mudeli baasideed, võib kasutada põllumajanduse analoogiat – lehm on väärt nii palju kui ta piima annab. Ettevõtte hindamise seisukohast tähendab see seda, et väärtuse aluseks on tuleviku rahavood. Ettevõtte hindamise eesmärgiks on välja selgitada kui palju on tulevikus teenitavad rahavood väärt täna. Rahavoogude kohta võib kokkuvõtvalt öelda, et mida rohkem seda parem, mida varem seda ihaldatavamad ja mida kindlamad seda väärtuslikumad. (Kruschwitz & Löffler, 2006)

Enne väärtuse hindamist on oluline täpselt määrata, mille väärtust hinnatakse (Laid, 2003):

- Kas ettevõtte varasid või omakapitali? Varade õiglase turuväärtuse all mõeldakse hinda, millega teeksid ostu-müügitehingu kaks täielikku infot omavat ja ilma surveta osapoolt.
- Kas hindamine lähtub jätkuvuse printsiibist või hinnatakse likvideerimisväärtust? Ettevõtte õiglane turuväärtus on kõrgem tema likvideerimisväärtusest või toimiva firma väärtusest. Välja arvatud juhul kui tulevaste rahavoogude oodatav hetkeväärtus on väga madal, sellisel juhul on likvideerimisväärtus suurem ehk firma on surnuna rohkem väärt kui elavana
- Kas hinnatakse vähemusosaluse või kontrollpaki hinda? Tavaliselt mõõdab turg ettevõtte väärtust väikeinvestori jaoks. Kontrolli saavutamine on enamasti palju kõrgema hinnaga ning ülevõtmispakkumiste puhul makstakse reeglina turuhinnast rohkem. Turuhind on otseselt seotud ettevõtte väärtusega vaid väiksemate ehk börsil kaubeldavate osadega.

Hindamise tegelik eesmärk on tavaliselt omakapitali hindamine. Omakapitali hinna leidmiseks tuleb ettevõtte väärtusest lahutada võõrkapitali väärtus. Kuna võõrkapitali väärtuse puhul on enamasti bilansiline väärtus ja turuväärtus väga lähedased, siis saab kasutada bilansilist väärtust. Oluliselt raskem on ettevõtte õiglase väärtuse leidmine. Ettevõtte väärtuse määrab ettevõtte võime tekitada rahavooge pikema aja jooksul. Rahavood omakord tulenevad firma pikaajalisest kasvuvõimest ja teenitud tuludest, mida teenitakse investeeritud kapitalilt. Seega tuleb määrata hetkeväärtus tulevastele rahavoogudele, mis peaksid laekuma omanikele ja finantseerijatele. (Ibid.)

Maksimaalne hind, mida ettevõtte eest maksta, on võrdeline kapitali pakkujatele laekuvate rahavoogude hetkeväärtusega, mida on korrigeeritud sobiva riskiga kaalutud diskontomääraga. Diskontomäär peab peegeldama rahavoogude riskantsust ning peaks olema ettevõtte kaalutud keskmine kapitali hind ehk lühendiga WACC. (Ibid.)

Traditsioonilise vaate kohaselt on kapitali hind kombinatsioon omakapitali ja võõrkapitali hinnast. Kapitali hinna leidmiseks tuleb leida iga individuaalse komponendi keskmine ning see läbi kaaluda nende osakaaluga kogukapitalis. (Herbst, 2002) Muutuvas keskkonnas ning muutuva laenuvajadusega ettevõtte puhul tuleb WACC leida iga aasta kohta eraldi (Laid, 2003). Omakapitali hinna arvutamiseks kasutatav CAPM mudel on järgmine (Stowe *et al.* 2007):

$$E(R_i) = R_f + \beta + [E(R_m)] \quad (3)$$

kus

$E(R_i)$ - oodatav omakapitali tulumäär ehk omakapitali hind

R_f - riskivaba tulumäär

β - beetakordaja

$E(R_m)$ - turu riskipremia

Kuna ettevõtte eeldatavat eluiga ei saa kindlaks määrata, siis peab rahavoogude prognoosimiseks ettevõtte tulevikku vaatlema kahe erineva perioodina. Esimene periood, tavaliselt võetakse pikkuseks 5-15 aastat, on iga aasta unikaalse rahavoo kõveraga, mida üritatakse aastate kaupa võimalikult täpselt prognoosida. Selle perioodi lõppedes aga eeldatakse, et ettevõtte on muutunud stabiilseks aeglase kasvuga ettevõtteks ning määratakse jääkväärtus, mis esindab kõikide järgnevate aastate vabade rahavoogude väärtust. Diskonteeritud rahavoogude mudeli toimimiseks on väga oluline täpse prognoosi ajahorisondi ja jääkväärtuse valimine. Enamik jääkväärtuse arvutamise meetodeid eeldab, et tegu on küpse ettevõttega ning sellest tulenevalt on oluline prognoosi horisonti pikendada võimalikult kaugesse tulevikku, et see eeldus ka paika peaks. (Laid, 2003)

Väärtuse määramisel on kõige olulisem määratleda just tulevaste vabade rahavoogude väärtused. Seevastu jääkväärtuse määramiseks puudub üks ja kindel üldiselt kasutatav meetod, on mitmeid erinevaid alternatiive, mis sobivad erinevateks olukordadeks. Näiteks likvideerimisväärtust võib kasutada kaevandusettevõtete puhul, sest teada on maavarade ehk varude suurus. Teise variandina kasutatakse raamatupidamisväärtust, kuid see annab üsna konservatiivse pildi. Veel kasutatakse eelnevas peatükis kirjeldatud P/E suhtarvu – firma oodatav kasum perioodi lõpus tuleb korrutada hinna/tulu suhtega ning liita intressikandvad passivad. Neljas variant jääkväärtuse leidmiseks on kasutada perpetuiteeti ilma kasvuta ehk vaba rahavoog prognoositava perioodi lõpule järgneval aastal tuleb jagada kaalutud keskmise kapitali hinnaga. Viimane võimalus on kasutada lõpmatu stabiilse kasvu meetodit – kindla kasvumääraga kasvava rahavoogude jada hetkeväärtus on võrdne järgmise perioodi rahavoog jagatuna diskonto- ja kasvumäära vahega. See on meetod, mis enamasti kipub jääkväärtus üle hindama. Kõige mõistlikum on arvutada jääkväärtust erinevate meetoditega ning endale põhjendada, miks nad erinevad ja valida meetod, millega leitav tulemus on kõige adekvaatsem. (Ibid.)

2. AS TALLINK GRUPP

2.1. AS Tallink Grupi tutvustus

AS Tallink Grupp on Põhjamere Balti regiooni juhtiv laevandusettevõtte, pakkudes mini-kruise ja reisijatevedu. Samuti valitud marsruutidel ollakse üks juhtivaid koormavedude pakkuja (AS Tallink Grupp, About Company, 2019). Ettevõtte on 2005. aastast noteeritud Nasdaq Tallinn börsil ning alates 2018. aasta detsembrist ka Nasdaq Helsinki börsil. Tallink Grupile kuulub 14 laeva – kruisilaevad, kiirpraamid ja kaubaveoks mõeldud laevad. Teenust pakutakse seitsmel liinil – Tallinn-Helsingi, Tallinn Stockholm, Helsingi-Stockholm, Turu-Stockholm, Riia-Stockholm, Paldiski-Kapellskär ja Turu-Kapellskär. Tallink Grupp opereerib kahe kaubamärgi nime all – „Tallink“ ja „Silja Line“. (AS Tallink Grupp, Investors, 2019) AS Tallink Grupi visiooniks on olla pioneer Euroopa turul, pakkudes vaba aja veetmiseks, ärireisideks ja transporditeenusteks suurepäraseid võimalusi. Peamiste konkurentsieelistena toob Tallink Grupp välja kaasaegse laevastiku, laia liinide võrgu, suure turuosa, kõrge brändituntuse ning turvalisuse. (AS Tallink Grupp, Strategy, 2019)

Grupi tegevuse usaldusväärsusust ning kindlat toimimist peegeldab neile Vastutustundliku Ettevõtluse Foorumi poolt omistatud Eesti Vastutustundliku Ettevõtluse Indeksi Hõbetaseme märgis (Nasdaq OMX Baltic - AS Tallink Grupp - About Issuer, 2019). 2018. aastal pakkus grupp tööd 7242 inimesele ning reisijate arv oli 9,8 miljonit (AS Tallink Grupp, Investors, 2019).

Kaasaegsesse laevastiku tagamiseks investeeritakse pidevalt, seda nii uute laevade soetamise kui ka olemasolevate moderniseerimise kaudu. Viimase 10 aasta jooksul on investeeritud 1,8 miljardit eurot. (AS Tallink Grupp, Investors, 2019). 2018. aasta oktoobris avaldati, et on sõlmitud kokkulepe Rauma Marine Constructionsiiga uue *shuttle-laeva* ehituseks. Projekti hinnaks kujuneb prognooside kohaselt ligikaudu 250 miljonit eurot ning ehitus peaks valmima 2021. viimases kvartalis. Uus laev hakkab opereerima Tallinn-Helsingi laevaliinil. (AS Tallink Grupp, About Company, 2019) Projekti finantseeritakse 20% ettevõtte vabadest rahavoogudest ning ülejäänud raha saadakse pankadelt,

dividendipoliitika ohus ei ole ja rahavood peaksid olema piisavalt head. Nagu laevanduses on tavaks, siis põhimakse sooritatakse alles siis kui laeva ehitus on jõudnud lõpule. (Eesti Rahvusringhääling, Tallink ostab 250 miljoniga uue süstiklaeva, 2018)

Tallink Grupi juhatusse kuulub viis liiget – Paavo Nõgene, Lembit Kitter, Harri Hanschmidt, Kadri Land ning Piret Mürk-Dubout. Seejuures pr. Land'i ja hr. Hanschmidt'i volitused algasid veebruaris ning pr. Mürk-Dubout volitused algasid 15. aprillist. Seega on käesoleva aasta algul tehtud juhatuses olulised muudatused. Tegevjuhiks on endiselt Paavo Nõgene. (AS Tallink Grupp, Management, 2019)

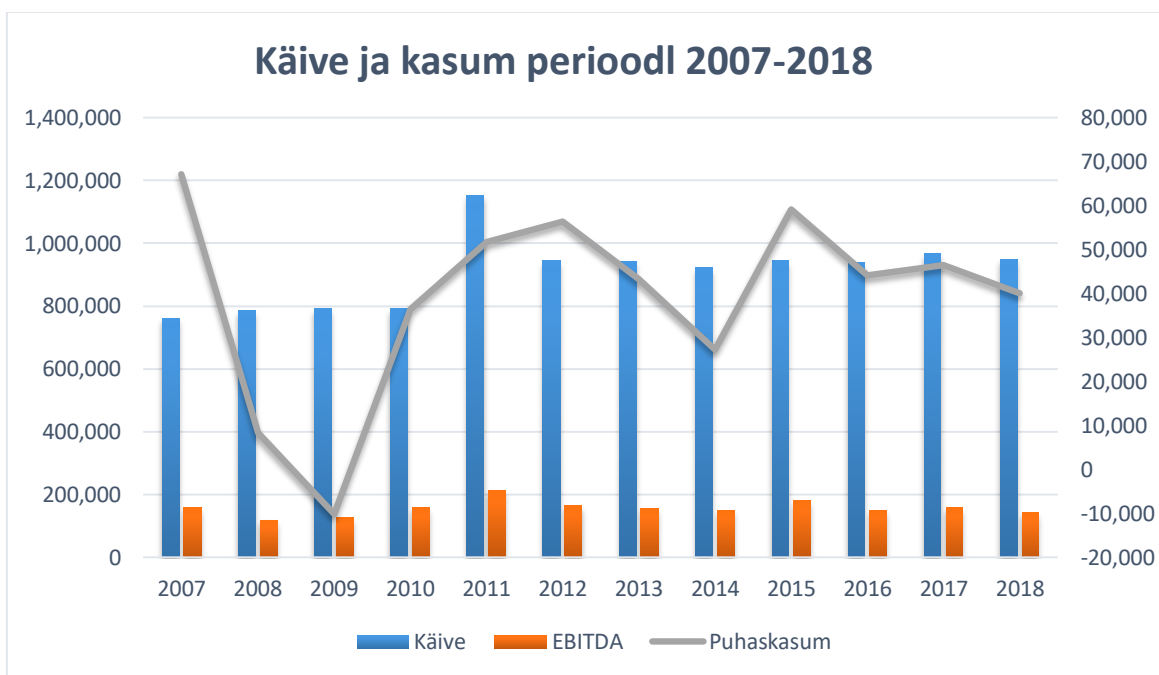
Antud lõputöö raames kasutab autor Tallink Grupi viimase 11 aasta finantsandmeid ehk alates 2007. aasta majandusaasta aruandest kuni 2018. aasta lõpuni. Selline ajaperiood on valitud tulenevalt sellest, et 2007. aastal ostis Tallink Grupp Silja Line'i ning selline ajaperiood on ka piisava pikkusega, et analüüsis oleks sees ka majandustsükli langusaeg. 2018. aasta numbrid on ametlikud, kuid ei ole veel siiski auditeeritud numbrid.

2.2 AS Tallink Grupi finantsanalüüs

Käibe- ja kasuminumbritest peegeldub, et tegu on käibe poolest stabiilse äriga, kuid kasuminumbrid on volatiilsemad. Analüüsitava perioodi madalaim käive oli aastal 2007, 761 miljonit eurot, ning suurim käive tehti aastal 2017, 967 miljonit eurot, mis on ka AS Tallink Grupi ajaloo suurim käive. Lõppenud majandusaastal, 2018, suudeti teha käivet ligi 950 miljonit eurot. Üllataval kombel suudeti ka majanduskriisi aegadel käivet ikkagi kasvatada. Eelpool mainitud stabiilsus tuleb selgelt esile alates 2012. aastast - käibenumbrid on varieerunud üsna vähe, samas osadel aastatel on käive ka langenud. Sellel perioodil on suurima ja väikseima käibenumbri vahe alla 5%, seega volatiilsus käibes on üsna väike. Muret tekitab on, et 2018. aasta käive oli vaid 0,62% suurem kui aastal 2012. Vaadeldaval perioodil jäädigi ühel majandusaastal ka kahjumisse - 2009 oli kahjum 10 miljonit eurot. Ebatavalisel kombel saavutati suurim netokasum aastal, kus käive oli vaadeldava perioodi kõige väiksem ehk aastal 2007. Siiski on sellel adekvaatne põhjus. 2007. aastal liideti Silja Line'i kaubamärk Tallink Grupiga ning käibenumbrid hakkasid kasvama, kuid kasuminumbrid kannatasid.

Puhaskasumi näitajad on olnud volatiilsem kui käibenumbrid, kuid pärast kahjumiga lõppenud 2009. aastat on kõikidel aastatel teenitud üle 25 miljoni euro puhaskasumit.

EBITDA (kulumieelne ärikasum) näitaja on olnud küllaltki ebastabiilne, osadel aastatel kasvanud ning teistel jälle kahanenud. Parim EBITDA saavutati aastal 2011 ning lõppenud majandusaasta näitaja oli sellest ligi kolmandiku võrra väiksem.



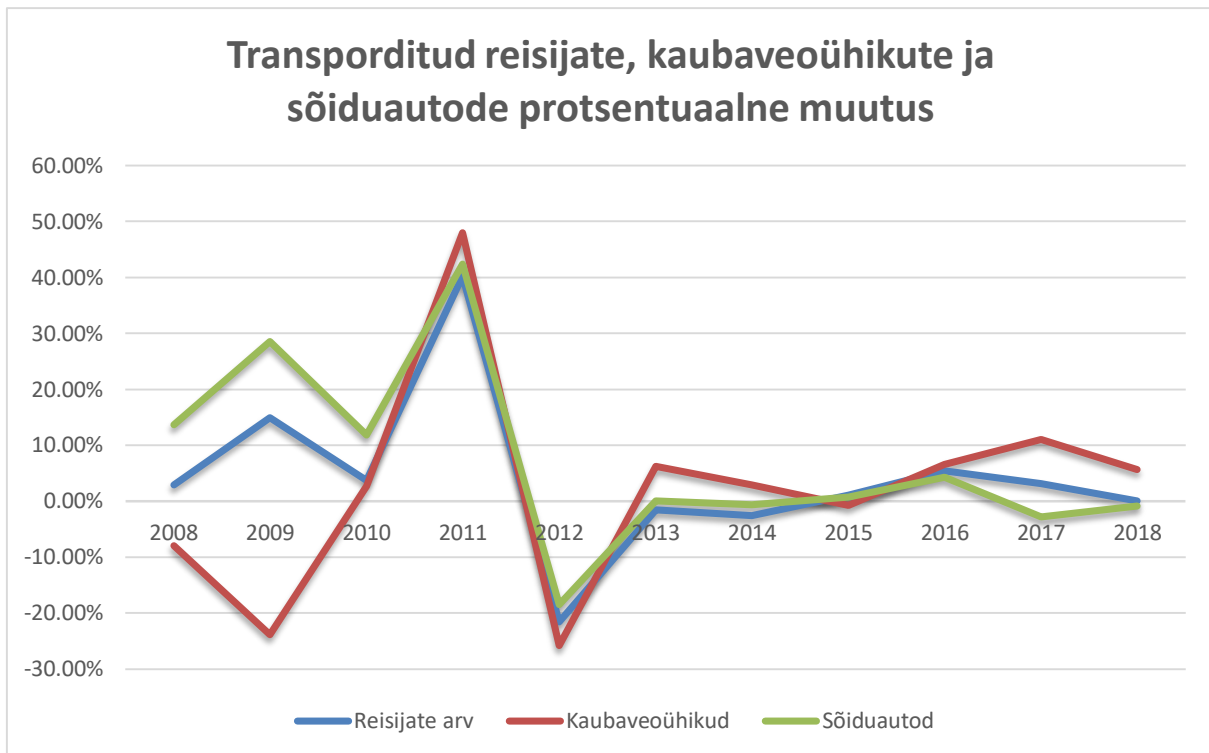
Joonis 2. AS Tallink Grupi käibed ja puhaskasumid perioodil 2007-2017 (mEUR)

Allikas: AS Tallink Grupp majandusaasta aruanded 2008, 2010, 2012, 2014, 2016, 2018

2018. aasta üsna kehadel numbritel on siiski olemas mõistetavad põhjused, millest vähemalt mõned ei tohiks järgmistesse aastatesse edasi kanduda. Kruisilaevale Baltic Princess oli vaja teha hooldustöid aasta esimeses kvartalis ning see vähendas Soome-Rootsi veomahtusid. Hooldustööd kestsid 68 päeva, mille tulemusel langes sellel liinil müügitulu 7,4 miljoni euro võrra. Samuti suurenes oluliselt kütusekulu, sest maailmaturuhinnad tõusid. Kütusekulude suurenemine oli 16,6 miljonit eurot. Positiivse poole pealt suudeti tänu energiaefektiivsematele lahendustele vähendada kütusekulu ühe meremiili kohta 3,2%. Tuntav langus toimus prahituludes, mis langesid 10,8 miljoni euro võrra. Viimastel aastatel tõusnud aktsiisid on vähendanud Tallinna Vanasadama kaldapoodide

müügitulu ning 2018. aastal vähenes ka hotellide müügitulu, sest Tallink Pirita Spa hotelli opereerimine lõpetati tulenevalt hotelli müügiga omaniku poolt. Ühekordsed tulud ja kulu olid lõppenud aastal üsna marginaalse osakaaluga, Helsinki börsil noteerimisega seotud kulud olid 1,5 miljonit eurot ning 0,9 miljonit eurot erakorralisi kulusid tehti seoses kütusemahuti rendilepingu lõpetamisega, kuid ise saadi ka miljon eurot hüvitist eelmiselt Superfast laevade omanikult. (AS Tallink Grupp, Majandusaasta aruanne 2018, 2019)

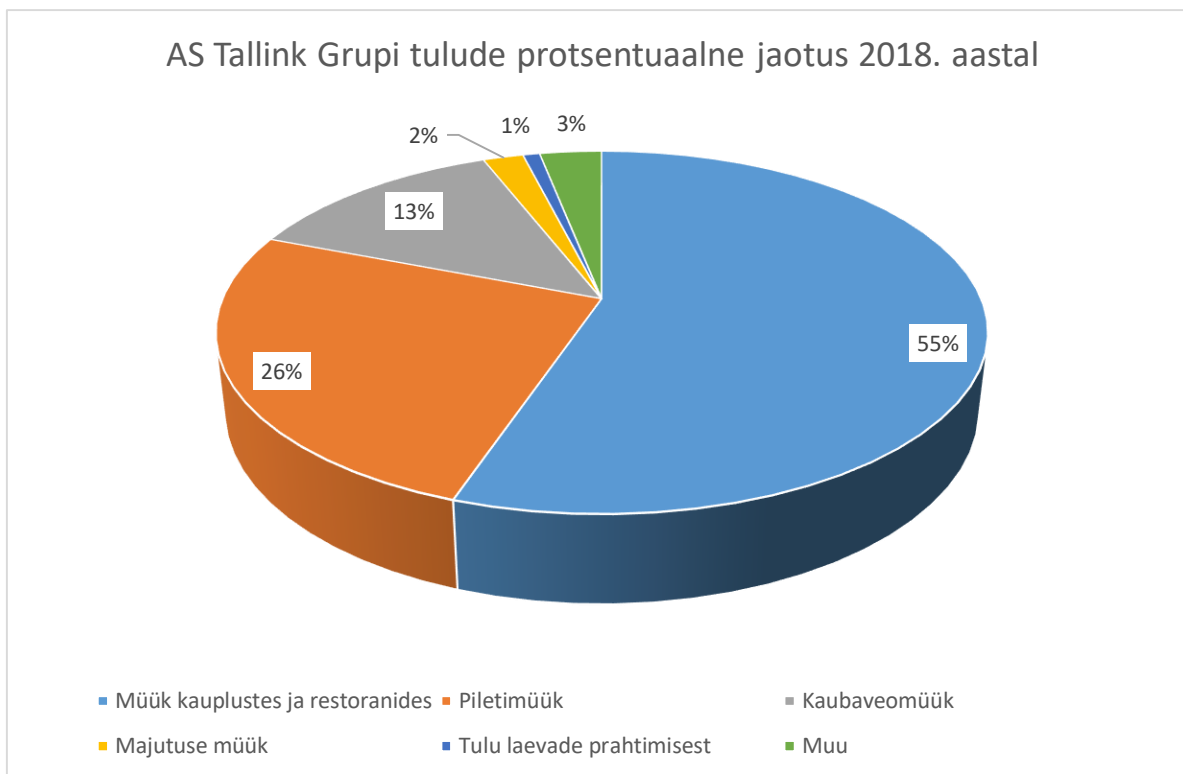
AS Tallink Grupp pakub nii reisijate kui ka kaupade vedu. Joonisel number 3 on näha transporditud reisijate, kaubaühikute ning sõiduautode arvu protsentuaalset muutust aastate lõikes. Jooniselt on näha, et kümnendi vahetuse kandis oli väga suuri kõikumisi, kuid aastat 2013 on volatiilsus vähenenud ning nii reisijate kui ka kaubaühikute arv on suurenenud. Reisijate arv on üheteistkümne aastaga oluliselt kasvanud – aastal 2007 transporditi ligikaudu 6,9 miljonit reisijat, kuid aastal 2018 juba 9 756 611 reisijat. Suurim arv reisijaid oli aastal 2011, tervelt 11,8 miljonit. Kaubaühikute arv suutis alles 2017. aastal ületada 2007. aasta taseme (2007. aastal transporditi 360 000 ühikut kaupaid, 2017. aastal 365 000 ühikut), vahepealsel perioodil veeti kaupaid iga aasta vähem kui 2007. Lõppenud majandusaastal suudeti veelgi kaubaühikute arvu suurendada ning transporditi ligi 385 000 ühikut. Mis puudutab majanduslanguse perioodi, siis reisijate arv kasvas ka siis, kuid veetud kaupade numbrid näitasid olulist langust – 360 000 ühikut aastal 2007 ja 252 000 ühikut aastal 2009.



Joonis 3. AS Tallink Grupi reisijate ja kaubaühikute näitajad perioodil 2007-2017 (tuhandetes ühikutes)

Allikas: AS Tallink Grupp majandusaasta aruanded 2008, 2010, 2012, 2014, 2016, 2018

Joonisel number 4 on näidatud AS Tallink Grupi 2018. aasta tulude protsentuaalne jaotus. Üle poole tuludest tuleb laevadel ja maismaal asuvatest restoranide ja kaupluste müügitulust. Piletimüük moodustab veidike üle neljandiku käibest. Kaubavedude pakkumine toob 13% käibest ning mõne protsendilise osakaaluga on majutuse müük, laevade prahtimine ja muu. (AS Tallink Grupp, Majandusaasta aruanne 2018, 2019)



Joonis 4. AS Tallink Grupi tulude protsentuaalne jaotus 2017-2018
Allikas: AS Tallink Grupi 2018. aasta majandusaasta aruanne

Tabelis number 1 on välja toodud müügitulud 2018. aastal liinide lõikes. Selgelt kaks kõige olulisemat liini on Eesti-Soome ning Soome-Rootsi ja nagu mainitud, siis Soome-Rootsi liin sai 2018. aastal Baltic Princess'i hooldustööde tõttu tuntavat kahju. Grupi turuosa on mõlemal peamisel liinil üle poole – Eesti-Soome liinil veeti ligikaudu 57% reisijatest ning 64% *ro-ro* kaubaveo ühikutest ning Soome-Rootsi liinil 54% reisijatest ja 27% *ro-ro* kaubaveo ühikutest.

Tabel 1. AS Tallink Grupi müügitulu liinide lõikes

	Müügitulu (mEUR)
Eesti-Soome	355,9
Soome-Rootsi	337,5
Eesti-Rootsi	119,0
Läti-Rootsi	71,3
Muu	74,8

Allikas: AS Tallink Grupi 2018. aasta majandusaasta aruanne

Oluline on vaadata ka suhtarve, mis näitavad, kuidas ettevõtte opereerib. Selleks analüüsis autor kolme tüüpi suhtarve – likviidsussuhtarvud, finantsvõimenduse suhtarvud ja tasuvuse suhtarvud. Enamike ettevõtete puhul on veel kindlasti olulised ka efektiivsuse suhtarvud, kuid tulenevalt grupi ärimudelist ja sissetulekute allikatest on varude ja krediiti müügi osakaal üsna väike ning seetõttu probleeme erinevate kuluväldetega vähem.

Likviidsussuhtarvud näitavad ettevõtte võimet täita enda lühiajalisi kohustisi. Enim kasutatav on lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, selle leidmiseks jagatakse käibevara lühiajaliste kohustistega. Kriteeriumid selle näitaja hindamiseks on järgmised (Tearu & Krumm, 2005):

$K \geq 1,6$ hea maksevõime

1,2 - 1,59 rahuldav

0,9 - 1,19 mitterahuldav

$K < 0,9$ nõrk.

AS Tallink Grupil on see näitaja väga nõrk, varieerudes vaadeldava perioodi jooksul vahemikus 0,45-0,79. Parim näitaja ehk 0,79 saavutati lõppenud aastal, kuid seegi kvalifitseerub selgelt nõrka kategooriasse. Tabelist nr ... on näha, et ka maksevõime kordaja on grupil nõrk. Antud näitaja leitakse kui raha ja likviidsete väärtpaberite ning laekumata arvete summa jagatakse lühiajaliste kohustistega. Maksevõime kordajat interpreteeritakse vastavalt vahemikele (Tearu & Krumm, 2005):

$K > 0,9$ hea

0,6-0,89 rahuldav

0,3-0,59 mitterahuldav

$K < 0,3$ nõrk

Seevastu rahakordaja jääb enamikel ettevõtetel vahemikku 0,1-0,2 (Tearu & Krumm, 2005), kuid Tallinkil on see näitaja suurem, samas ei saa seda koheselt pidada heaks näitajaks, kuid tõestab kiiret maksevalmidust.

Tabel 2. AS Tallink Grupi likviidsussuhtarvud ajaperioodil 2009-2018

Likviidsussuhtarv	Aasta									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	0,58	0,65	0,51	0,58	0,57	0,45	0,74	0,67	0,57	0,79
Maksevõime kordaja	0,44	0,50	0,39	0,44	0,43	0,33	0,57	0,48	0,43	0,59
Rahakordaja	0,22	0,29	0,27	0,27	0,27	0,21	0,40	0,32	0,28	0,39

Allikas: autori arvutused

Finantsvõimenduse suhtarvud annavad pildi sellest, millises ulatuses kasutab ettevõtte võõrkapitali. Finantsvõimenduse suhtarvud on välja toodud tabelis nr kolm. Võlakordaja ja kohustiste ja omakapitali suhtarv on grupil aasta-aastalt langenud ehk finantsvõimendus on aastate jooksul oluliselt vähenenud. Tulenevalt finantsvõimenduse vähenemisest on ka intresside kattekordaja suhtarv grupil paranenud.

Tabel 3. AS Tallink Grupi finantsvõimenduse suhtarvud ajaperioodil 2009-2018

Finantsvõimenduse näitaja	Aasta									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Võlakordaja	0,67	0,64	0,61	0,56	0,55	0,54	0,47	0,47	0,46	0,43
Kohustiste ja omakapitali suhe	2,03	1,80	1,55	1,29	1,23	1,17	0,87	0,90	0,86	0,75
Intresside kattekordaja	1,14	1,93	2,23	2,57	2,56	2,12	3,11	2,97	3,47	3,27

Allikas: autori arvutused

Tasuvuse suhtarvud on ettevõtte aktsionäride jaoks ühed olulisemad, sest need näitavad kui hästi suudab ettevõttesse paigutatud kapital toota kasumit. Üks olulisemaid nendest on ROE ehk omakapitali puhasrentaablus, mis näitab omanike poolt ettevõttesse investeeritud kapitali tasuvust (Teearu & Krumm, 2005). Erinevate kasumimarginaalide jaoks jagatakse vastav kasuminäitaja müügituluga. Mida suurem marginaal, seda parem. ROA ehk varade puhasrentaabluse leidmiseks peab puhaskasumi jagama varadega. ROA näitab varade kasutamise efektiivsust – kui palju teenib ettevõtte kasumit varasse paigutatud ühe euro kohta (Ibid.). Need suhtarvud eraldiseisvalt on

keeruliselt interpreteeritavad, vaid on olulisemad võrdluses konkurentidega. Siiski on väga oluline, millises trendis suhtarvud liiguvad. Kasumimarginaalidest peegeldub langustrend ning sama näitavad ka varade ja omakapitali puhasrentaablused.

Tabel 4. AS Tallink Grupi tasuvuse suhtarvud ajaperioodil 2009-2018

Näitaja	Aasta									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brutokasumi marginaal	20,8%	22,8%	21,8%	21,3%	20,2%	19,7%	23,6%	20,5%	20,1%	19,4%
EBITDA marginaal	15,8%	20,1%	18,5%	17,5%	16,6%	16,3%	19,2%	15,9%	16,4%	15,0%
Ärikasumi marginaal (EBIT)	8,0%	11,0%	10,3%	9,9%	8,8%	7,7%	10,9%	7,6%	7,4%	6,7%
Puhaskasumi marginaal	-1,3%	4,6%	4,5%	6,0%	4,6%	3,0%	6,2%	4,7%	4,8%	4,2%
Varade puhasrentaablus (ROA)	3,3%	3,8%	5,4%	5,7%	4,8%	4,1%	6,3%	4,6%	4,3%	4,1%
Omakapitali puhasrentaablus (ROE)	-1,3%	3,3%	5,5%	7,8%	5,7%	3,6%	7,4%	5,4%	5,7%	4,8%

Allikas: autori arvutused, AS Tallink Grupi aastaaruanded 2010, 2012, 2014, 2016, 2018

Suhtarvude analüüs näitab, et ettevõtte likviidsusnäitajad on nõrgad, samas finantsvõimendus on aastate jooksul langenud ja hetkel suudetakse intressimakseid katta suure varuga. Tasuvuse suhtarvud on langustrendis ning see on selge mõttekoht grupile tulevikuks.

3. AS TALLINK GRUPI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. AS Tallink Grupi õiglase väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1 Vabade rahavoogude prognoosimine ja eeldused

Autor on võtnud prognoosiperioodi pikkuseks viis aastat, 2019-2023, ning seejärel arvutatakse viimase ehk viienda aasta põhjal terminalväärtus. Terminalväärtuse arvutamise eelduseks on, et rahavood kasvavad seal edasi stabiilse kasvumääraga.

AS Tallink Grupp toob ise välja järgmised peamised riskid, mis võivad kontserni majandustegevust ja –tulemusi mõjutada: õnnetused/katastroofid, makromajanduslikud sündmused, õigusaktide muudatused, suhted ametiühingutega, kütusehindade ja intressimäärade tõus, turu- ja kliendikäitumine (AS Tallink Grupp, Majandusaasta aruanne 2018, 2019). Autori hinnangul on suurimaks riskiks Tallinki puhul kütusehindade ja intressimäärade tõus, makromajanduslikud sündmused ning poliitiline keskkond (eelkõige aktsiisid).

Oma peamise kütusetarnijaga on kontsernil sõlmitud leping fikseeritud hindadega 40%-le soetatavast kütusekogusest 2019. aastaks. 2019. aasta esimese poolel tehakse hooldustöid veel seitsmele laevale ning need hooldustööd kokku kestavad 126 päeva. (Ibid.)

Makromajanduslik vaade ülemaailmselt on, et majanduskasv on aeglustumas. IMF toob aprillis avaldatud raportis peamiste põhjustena välja geopoliitilised ja kaubanduse pinged, Brexiti ebamäärasuse, finantsturgude heitlikkuse ning kasvavad regulatsioonid. Globaalseks kasvuks ennustatakse 2019. aastaks 3,3% ja 2020. aastaks 3,6%. Seejuures Euroopas 2019. aastaks 1,3% ja 2020. aastaks 1,5%. Mõlemad näitajad on veel 2018. aasta oktoobris avaldatud prognoosidega võrreldes oluliselt langenud, näiteks Euroopale ennustati pool aastat tagasi avaldatud raportis veel 1,9%-st kasvu 2019. aastaks. Peamised põhjused Euroopa oodatust selgelt kehvamate

majandustulemuste taga on kasvav ebakindlus nii tarbijates kui ka ettevõtetes, samuti ebakindlus fiskaalpoliitikas, mida on veelgi süvendanud Itaalia kehv olukord, Prantsusmaal toimunud tänavaprotestid, Saksamaa autotööstuse pidurdumine ning loomulikult Brexitiga kaasnev segadus. Inflatsiooni prognoos on aastatel 2019 ja 2020 vastavalt 1,5% ning 2,1%. Intressimäärad jäävad endiselt negatiivseks -0,3% ja -0,2% vahele ning kerkivad üle nulli alles pärast 2020. aastat. Pärast 2020. aastat peaks globaalne majanduskasv keskpikas vaates jääma pidama 3,6%-le aastas. (International Monetary Fund, 2019)

Eesti Pank prognoosib Eesti majanduskasvuks 2019. aastal umbes 3,2%, kuid 2020. aastal langeb näitaja 2,3% peale ning 2021. aastaks prognoositakse 2,2%-st majanduskasvu. Palgakasv on jätkuvalt lähiaastatel kiire, vahemikus 6-7%. Ka inflatsioonis nähakse langustrendi, aastal 2018 oli inflatsioon 3,5%, kuid käesolevaks aastaks ennustatakse 2,6% ning aastatel 2020-2021 peaks inflatsioon tulema vastavalt 2,1% ning 1,9%. Investeeringute vähenemine tähendab aeglasemat majanduskasvu tulevikus ning ebakindluse peamiste põhjustena toovad ettevõtjad välja poliitilise ja regulatiivse keskkonna. Suureks probleemiks on kvalifitseeritud tööjõu puudus ning välisõudluse kasvu pidurdumine. (Eesti Pank, 2018)

Lähtudes makromajanduslikust olukorras maailmas tervikuna, Euroopas ning Eestis kitsamalt, on autor koostanud prognoosid järgmistel eeldustel:

- Käibenumbrid on olnud ettevõttel aasta-aastalt nii tõusvad kui ka langevad. Peamine mure käesoleval aastal on ligi 120 päeva hooldustöid erinevatele alustele, mis kindlasti ei lihtsusta käibenumbrite kasvatamist ning seetõttu näeb autor 2019. aastaks käibes vaid 0,5%-st kasvu võrreldes 2018. aastaga. 2019. aasta esimeses kvartalis langes Tallinki veetud reisijate arv võrreldes 2018. aasta esimese kvartaliga 3,9%, kuid veetud kaubaühikute arv kasvas 2,7%. Reisijate arvu langus esimeses kvartalis on tingitud just tehtud hooldustöödest, mille tulemusel tegid Tallink Grupi laevad 2019. aasta esimeses kvartalis ligi 3% vähem reise kui eelmise aasta esimeses kvartalis. Sellised näitajad olid aga oodatud ning peamised hooldustööd saavad enne kõrghooaja algust tehtud. (AS Tallink Grupp, AS-i Tallink Grupp 2019 märtsi ja 2019 majandusaasta I kvartali statistika, 2019)
- Prognoosiperioodi edasisteks aastateks on autor veidi positiivsemal seisukohal, kuid suurt käibekasvu ei ole siiski näha. Arvestades, et Tallink on eelnevatel aastatel teinud arvestatavaid pingutusi enda laevapargi kaasajastamiseks, siis peaks vähenema ajakulu hooldustöödele. Samuti on viimastel aastatel suudetud näidata olulist kasvu veetud

kaubaühikute arvus. Siiski tuleb arvestada, et tegu on juba küpses faasis ettevõttega. Kõike eelnevat arvesse võttes prognoosib autor Tallinki käibekasvuks aastatel 2020 ja 2021 vastavalt 1,2%.. Aasta 2021 lõpuks peaks valmima uus kiirlaev, mis hakkab tegutsema Tallinn-Helsingi liinil ning arvestades selle liini olulisust, võiks tuua see perioodiks 2022-2023 mõningase käibekasvu ja turuosa suurenemise. Siiski on selle prognoosimine hetkel keeruline ja seetõttu on autori hinnangul nende aastate prognoosimisel olla siiski konservatiivne ja käibekasv aastal 2022 on prognoosis 1,75% ning 2023. aastal 1%.

- AS Tallink Grupi müüdü toodangu kulu on suures osas mõjutatud maailmaturu kütusehindadest. Nafta futuuride hindade põhjal on 2019. aasta keskmine hind naftal 54,1 dollarit aastal 2019 ning 55,2 dollarit aastal (International Monetary Fund, 2019). Aastal 2018 liikus toornafta hind vahemikus 74,82-45,95 dollarit, keskmine näitaja aasta peale oli 69,52 dollarit. Käesoleva aasta esimese kvartali keskmine toornafta hind jäi 62-63 dollari kanti (The Statistics Portal, 2019). Nagu eespool mainitud, siis Tallink Grupil on umbes 40% kütusevajadusest ostetud fikseeritud hindadega. Seega võiks oodata mõningast vähenemist kütusekuludes. Samas on kütusehinnad näidanud 2019. aasta teise kvartali alguses olulist tõusu ning suurt langust seetõttu lähiaastatel müüdü toodangu kuludes ilmselt ei õnnestu saavutada. Aasta 2018 müüdü toodangu kulu oli 72,3% käibest, viimase viie aasta keskmine on olnud 70,8%. Autor eeldab lähiaastateks müüdü toodangu kulu 71% käibest ning tehnoloogiate efektiivsemaks muutumisele kolme kuni viie aasta pärast vahemikus 70-69%.
- Kulude poole pealt jätkub töökulude kasv. Alates 2022. aastast kaasneb uue laeva opereerimisega töökulude kasv veelgi, samas palgakasv ilmselt aeglustub. Müügi- ja turunduskulud suurenevad samuti seoses uue aluse turule toomisega, vajalik on täiendav reklaam ja müügitegevus.
- Prognoosiperioodi suurim lisanduv laenukohustus on uue laeva ostuga kaasnev 200 miljonit eurot. Nagu varem mainitud, siis põhimakse tehakse laeva valmides, autor eeldab seetõttu, et 200 miljonit laenuraha kaasatakse aastal 2021.
- Tallinki juhatus kinnitas 2018. aasta oktoobris dividendipoliitika, mille kohaselt makstakse dividende vähemalt 5 euro senti aktsia kohta juhul kui grupi majandustulemused seda võimaldavad (Eesti Rahvusringhääling, 2018). Arvestades, et ettevõtte maksis 2018. aastal 3 senti, siis eeldab autor 2019. aastal 4 senti dividendi ning 2020. aastal lubatud 5 eurosendist

dividendi. 2021. aastal ilmselt uute investeeringute tõttu dividend langeb 3 eurosendi tasemele, kuid 2022 ja 2023 peaks 4 senti olema jällegi realistlik, 5 eurosendi aktsia kohta autori prognooside põhjal ei ole jätkusuutlik. Dividendi väljamaksekindaja varieerumine erineva dividenditaseme puhul on välja toodud tabelis nr 6. Kuna Tallink Grupi puhul on tegu juba küpse ettevõttega, siis on võimalik enamik kasumist välja maksta ja seetõttu lubada üsna suurt väljamakse kindajat. Samuti on ettevõttel palju jaotamata kasumit ning ka vaba raha piisavalt.

Tabel 5. AS Tallink Grupi võimalike dividendide väljamaksekindajad ajaperioodil 2019-2023

Dividendi väljamaksekindaja	2019	2020	2021	2022	2023
0,03 € aktsia kohta	49,0%	50,6%	52,7%	47,3%	49,9%
0,04 € aktsia kohta	65,3%	67,5%	70,2%	63,1%	66,5%
0,05 € aktsia kohta	81,6%	84,4%	87,8%	78,9%	83,1%

Allikas: autori koostatud

Tabel 6. AS Tallink Grupi vabad rahavood 2019-2023

EUR (th)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Käive	954,472	965,925	976,550	993,640	1,003,576
Müüdnud toodangu omamaksumus	682,447	690,637	688,468	700,516	707,521
Brutokasum	272,024	275,289	288,082	293,124	296,055
Muud kulud	125,450	130,041	136,785	138,523	140,779
EBITDA	146,574	145,248	151,297	154,601	155,276
Amortisatsioon	81,780	80,780	88,780	86,780	89,280
Ärikasum (EBIT)	64,794	64,468	62,517	67,821	65,996
Maksud	5,935	7,335	4,535	5,935	7,335
CAPEX	83,682	84,603	141,617	93,578	94,813
Käibekapital	9,710	-5,694	-55,526	-1,683	3,869
Vaba rahavoog	47,248	59,004	60,671	56,771	49,259

Allikas: Autori koostatud

3.1.2 AS Tallink Grupi kapitali kaalutud keskmine hind (WACC)

Esimeses peatükis kirjutati kapitali kaalutud keskmise hinna ehk WACC-i olulisusest. Selle leidmiseks on vajalik arvutada nii omakapitali kui võõrkapitali hind. Võõrkapitali hind leitakse lähtuvalt ettevõtte finantsaruandest ning omakapitali hind leitakse CAPM (*capital asset pricing model*) ehk finantsvarade hindamise mudeli põhjal.

Grupil oli 2018. aasta majandusaasta aruande põhjal intressi kandvat võlga ligi 510 miljonit eurot ning intressikulud olid 19,44 miljonit eurot. Nende andmete põhjal on ettevõtte võõrkapitali hind 3,81%. Omakapitali hinnaks kasutatav CAPM mudel sisaldab endas turu riskipreemiat, riskivaba tulumäära ning ettevõtte riskimäära ehk beetanäitajat. Turu riskipreemia puhul võttis autor aluseks KPMG poolt koostatud 2018. aasta uuringu, millest selgus, et turu riskipreemiaks on soovitatav kasutada näitajat 5,5% (KPMG, 2018). Riskivaba tulumäära leidmiseks kasutas autor nii Saksamaa kui ka Soome riigi 10-aastaste võlakirjade viimase 10 aasta tootlusi. Need kaks riiki on valitud tulenevalt Saksamaa majanduse olulisusest Euroopas ning Tallinki tegevuspiirkonnast. Saksamaa riigi võlakirja risk on Soome riigi võlakirjadest väiksem ning seetõttu on tootlused Soome riigi võlakirjade puhul olnud kõrgemad. Autor kasutas mõlema riigi puhul perioodi 2009-2018 keskmist tootlust ning seejärel leidis kahe riigi aritmeetilise keskmise. Riskivabaks tootluseks andsid mainitud arvutused 0,51%. Beetakordajana kasutab autor Reutersi poolt AS Tallink Grupile määratud beetakordajat, milleks on 1,84 (Thomson Reuters, 2019). Nende sisendite tulemusena on grupi omakapitali hind 10,6%. Kaalutud keskmine kapitali hind on 7,71%.

Tabel 7. AS Tallink Grupi kapitali kaalutud keskmine hind ja arvutuse sisendid

Riskivaba tulumäär	0,51%
Turu riskipreemia	5,50%
Beetakordaja	1,84
Omakapitali hind	10,6%

Võõrkapitali hind	3,81%
Omakapitali osakaal	57,09%
Võõrkapitali osakaal	42,91%
Kapitali kaalutud keskmine hind (WACC)	7,71%

Allikas: Autori koostatud

3.1.3 Õiglase väärtuse leidmine

Õiglase väärtuse leidmiseks on vaja arvutada veel ka terminaalkväärtus, mis tuleneb prognoosiperioodi viimasest aastast. Terminaalkväärtuse arvutamiseks kasutatakse vaba rahavoogu prognoosiperioodi viimasel aastal, kapitali kaalutud keskmist hinda ning kasvumäära. Viienda ehk 2023. aasta vaba rahavoog on ligikaudu 48,9 miljonit eurot ning WACC eelnevalt mainitud 7,71%. Kasvumäär on AS Tallink Grupi puhul väike, sest tegu on juba küpses faasis, mitte kiirelt kasvava ettevõttega. Kasvumäära arvutamiseks kasutas autor keskmist tulu aktsia kohta prognoosiperioodil ning võrdles seda lõppenud aasta kasumiga aktsia kohta (vastavalt 0,605 eurot ning 0,598 eurot). Sellest tulenevalt on kasvumääraks 0,69%.

Kasutades terminaalkväärtust ning diskonteeritud vabasid rahavoogusid saab leida ettevõtte väärtuse. Autori arvutuste kohaselt on ettevõtte väärtuseks 703 217 000 eurot. Grupi aktsiate arv on 669 882 040, mis teeb ühe aktsia hinnaks 1,05 eurot. 30. aprilli seisuga oli AS Tallink Grupi aktsia hinnaks turul 1,08 eurot. Seega AS Tallink Grupi õiglase väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud tulemus on 2,85% madalam kui hetke turuhind. Seega autori arvutuste kohasel on aktsia turul ülehinnatud.

Kuna AS Tallink Grupi puhul on tegu dividende maksva ettevõttega, siis saab leida õiglase väärtuse ka DDM ehk dividendide diskonteerimise meetodi abil. Gordoni mudeli põhjal leitakse aktsia väärtus kui oodatav dividend aktsia kohta jagada omakapitali hinna ja dividendide oodatava kasvumäära vahega (Karu & Zirnask, 2001). Autor prognoosib järgmise aasta dividendiks neli euro senti aktsia kohta. Omakapitali hinnaks on 10,6% ning dividendide oodatav kasvumäär

prognoosiperioodil 5,33%. Nende sisendite tulemusena on Tallinki aktsia õiglaseks väärtuseks dividendide diskonteerimise meetodil 1,01 eurot.

3.2. AS Tallink Grupi aktsia hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Aktsia hindamiseks suhtarvude meetodil on esmalt oluline leida ettevõtted, kes oleksid võimalikult otsesed konkurendid ning nende ärimudel ja tegutsemispiirkonnad oleksid võimalikult sarnased. AS Tallink Grupi puhul on Läänemere piirkonnas tegu oligopoliga ning tulenevalt tegutsemisvaldkonna suurtest sisenemisbarjääridest on konkurents väike. Autor valis võrreldavateks ettevõteteks kolm noteeritud ettevõtet ning ühe ettevõtte, kes ei ole börsil. Kõige otsesem konkurent on Viking Line ABP, kes tegutseb samuti Läänemere piirkonnas. Ettevõte on noteeritud Nasdaq Nordic börsil ning nad konkureerivad Tallinkiga samadel liinidel nii reisijate kui ka kaubavedudel. Teised kaks börsil noteeritud gruppi, kes on analüüsi kaasatud, on DFDS ning Irish Continental Group. Neist esimene on Taani päritolu grupp, kes opereerib kokku 24 liinil Euroopas ja Türgi piirkonnas. Nendest üheksal veetakse nii reisijaid kui ka kaupa. Erinevalt Tallinkist on DFDS grupil ka maismaa transpordil panus grupi tuludesse, kuid laevanduse osakaal on selgelt suurem ning kasvava osakaaluga. (DFDS, 2019) Irish Continental Group puhul on tegu Suurbritannia ühe juhtiva laevandusettevõttega. Iirimaa, Ühendkuningriikide ja Mandri-Euroopa vahelistel liinidel transporditakse reisijaid ja kaupsid. (Irish Continental Group, 2019) Neljandaks konkurendiks autori valimis on Finnlines Plc, kes tegutseb kuue sadama vahel üheksa alusega. Nemadki pakuvad nii reisijate vedu kui ka kaupade vedu. Reisijaid transporditakse liinidel Saksamaa-Rootsi, Saksamaa-Soome ning Rootsi-Soome vahel. Kaubavedudel lisanduvad ka Poola, Taani ja Suurbritannia liinid. (Finnlines Plc, 2019) Lisaks võrreldavatele ettevõtetele on analüüsi kaasatud ka Reutersi laevandussektori keskmised näitajad. Tabelis nr 9 on väljad toodud AS Tallink Grupi ning tema konkurentide erinevad suhtarvud. AS Tallink Grupi ning Finnlines Plc suhtarvud on autori enda poolt arvatud, kasutades 2018. aasta majandusaasta aruandeid (arvutustes kasutatud AS Tallink Grupi aktsia turuhind on võetud Morningstari andmetest 30.04 seisuga). ROE näitaja on Tallinki puhul võetud Morningstari arvutustest ning Finnlines Plc ROE näitaja ettevõtte enda

arvutustest. Teiste ettevõtete suhtarvud pärinevad Morningstari andmetel 30.04 seisuga. Reutersi sektori keskmised väärtused põhinevad loomulikult Reutersi enda andmetel.

Tabel 8. AS Tallink Grupi ja võrdlusgrupi suhtarvud

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	DY	ROE
Viking Line ABP	28,07	0,79	0,35	8,82	1,25%	2,85%
Irish Continental Group	16,35	3,71	2,86	9,10	2,61%	24,25%
DFDS	10,92	1,93	1,13	9,07	1,40%	20,71%
Finnlines	6,96	1,06	1,12	6,69	7,78%	14,90%
Sektor (Reuters)	20,06	13,27	1,59	-	2,53%	12,54%
Võrdlusgrupi keskmine	16,47	2,14	1,41	8,42	3,11%	15,05%
AS Tallink Grupp	17,76	0,84	0,76	8,01	2,78%	4,75%

Allikad: Morningstar, Reuters, autori arvutused

Õiglase väärtuse hindamiseks valis autor välja järgmised suhtarvud: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA. AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtuse hindamiseks tehtavates arvutustes ei kasuta autor Tabelis nr 8 toodud näitajatest Reutersi sektori keskmist P/B näitajat. See on selgelt teises suurusjärgus ülejäänud valimist ja annaks eksitava tulemuse. Samuti ei kaasata õiglase väärtuse arvutustesse DY ja ROE näitajaid, sest tegu on tootluse näitajatega mitte suhtarvudega ning üldjuhul neid suhtarvude meetodisse ei kaasata.

AS Tallink Grupi aktsia hind on arvutustes 30.04.2019 seisuga ehk 1,08 eurot. Võrdlusgrupi keskmine on leitud aritmeetilise keskmise teel ning tulemused on näidatud tabelis nr 9. Valitud neljast suhtarvust kolme puhul on Tallinki näitajad paremad kui valimil. Tallinki P/B, P/S ja EV/EBITDA näitajad on kõik madalamad kui võrdlusgrupi keskmine, mis tähendab, et Tallinki aktsia on soodsamalt saadaval. Ainuke suhtarv, mille osas Tallink võrdlusgrupile alla jääb on P/E. See tähendab omakorda seda, et aktsionär peab maksma kõrgemat hinda ühe euro kasumi teenimiseks. Hälbed erinevate suhtarvude lõikes on väga erinevad. Positiivselt ületab Tallink võrdlusgruppi kõige suuremalt P/B ja P/S näitajates. Samas P/E, mis on Tallinkil kehvem, on siiski

võrdlemisi väikese hälbega. Õiglase väärtuse leidmiseks on autor arvutanud erinevate suhtarvude baasil saadud aktsia hindade aritmeetilise keskmise ning tulemused on välja toodud tabelis nr 9.

Tabel 9. AS Tallink Grupi õiglase väärtus erinevate suhtarvude baasil

Suhtarv	Aktsia õiglase väärtus suhtarvu alusel	Õiglase väärtus
P/E	1.00	1,38
P/B	1.73	
P/S	1.58	
EV/EBITDA	1.20	

Allikas: autori arvutused

Võrdlevate suhtarvude meetodi tulemusel on autori arvutuste kohaselt AS Tallink Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 1,38 eurot. See on 27,8% kõrgem arvutuste hetkel olnud turuhinnast, milleks oli 1,08 eurot.

Tabel 10. AS Tallink Grupi õiglase väärtus võrdlusmeetodil

AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus	1,38
Aktsia Hind 30.04	1,08
Hälve	27,8%

Allikas: autori arvutused

Tabelis number 8 välja toodud tootluse näitajad DY ja ROE on siiski investori seisukohast väga olulised. Mõlemas näitajas jääb Tallink konkurentidele alla ning investori jaoks on see negatiivne signaal. Eriti tugevalt erineb omakapitali tootlikkuse näitaja, mis on Tallinkil selgelt väga kehv ja mõttekoht ettevõtte juhtidele tulevikuks.

3.3. Hinnang saadud tulemustele

AS Tallink Grupi aktsia õiglast väärtust hindas autor kolme erineva meetodi abil – diskonteeritud rahavoogude meetod, diskonteeritud dividendide meetod ning võrdlevate suhtarvude meetod. Esimesed kaks on omavahel tihedalt seotud ning sisaldavad endas vabade rahavoogude prognoosimist ja nende väärtuse toomist tänasesse päeva. Suhtarvude meetodil hindamiseks valis autor välja neli võrreldavat ettevõtet ja sektori keskmised näitajad ning kõrvutas neid Tallinki enda näitajatega.

Diskonteeritud rahavoogude meetod ja diskonteeritud dividendide meetod näitasid mõlemad, et ettevõtte aktisa on hetkel turul ülehinnatud. Autori arvutuste kohaselt on grupil järgneval viiel aastal kokku vabasid rahavoogusid veidike üle 219 miljoni euro ning terminaalväärtuseks hindas autor ligi 484 miljonit eurot. Kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks on autori arvutuste kohaselt 7,71% ning erilist kasvu grupil tulevikus näha ei ole, sest tegu on juba stabiilse ja küpse ettevõttega. Seetõttu on kasvumääraks 0,69%. Nende sisendite tulemusel on AS Tallink Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 1,05 eurot aktsia kohta, mis on 2,8% madalam kui arvutuste hetkel kehtinud turuhind 1,08 eurot.

Arvutuste tulemusena saadav õiglase väärtus sõltub mitmetest sisenditest. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul on väga olulised sisendid kapitali kaalutud keskmine hind ja stabiilne kasvumäär. Tabelis nr 11 on uuritud Tallinki aktsia hinna sensitiivsust nende kahe sisendi suhtes. Tabelist on näha, et vahemik sisendite muutuste korral on küllaltki laiaulatuslik. Kõrgeimaks väärtuseks on 1,34 eurot ning madalaimaks 0,87 eurot ning nende kahe erinevus seega 54%.

Tabel 11. AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtuse tundlikkus kapitali kaalutud keskmise hinna ja stabiilse kasvumäära suhtes, eurodes

	Kasvumäär				
WACC	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%
6,5%	1,20	1,23	1,26	1,30	1,34
7,1%	1,10	1,12	1,15	1,18	1,21
7,7%	1,01	1,03	1,05	1,07	1,10
8,3%	0,94	0,95	0,97	0,99	1,01
8,9%	0,87	0,89	0,90	0,92	0,93

Allikas: autori arvutused

Autor uuris aktsia hinna sensitiivsust ka brutomarginaali ja kapitali kaalutud keskmise hinna suhtes. Jättes välja amortisatsioonikulu, on Tallinki brutomarginaal viimasel viiel aastal varieerunud vahemikus 28%-32%. Autori prognoosides on aastatel 2019 ja 2020 brutomarginaaliks 28,5% ning perioodil 2021-2023 29,5%. Brutomarginaali ja kapitali kaalutud keskmise hinna suhtes on aktsia õiglane väärtus veelgi tundlikum kui kapitali kaalutud keskmise hinna ja kasvumäära suhtes.

Tabel 12. AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtuse tundlikkus brutomarginaali ja kapitali kaalutud keskmise hinna suhtes, eurodes

	Brutomarginaal (ilma amortisatsioonita)				
WACC	28,1%	29,1%	29,6%	30,1%	31,1%
6,5%	0,94	1,19	1,31	1,44	1,69
7,1%	0,85	1,08	1,20	1,31	1,54
7,7%	0,79	0,99	1,10	1,20	1,41
8,3%	0,73	0,92	1,02	1,11	1,30
8,9%	0,68	0,86	0,94	1,03	1,21

Allikas: autori arvutused

Diskonteeritud dividendide meetod andis diskonteeritud rahavoogude meetodist madalama tulemuse, õiglane väärtus aktsia kohta 1,01 eurot. Seejuures arvestas autor arvutustes, et grupp suudab prognoosiperioodil maksta järgmisel aastal dividendi neli eurosentit aktsia kohta ning dividendi kasvumääraks on 6,67%. Kasvumäär ja tulevikus makstav dividend põhineb viimase kümne aasta näitajatel kasumi aktsia kohta ning dividendide väljamaksmise osas ning autori enda prognoosidel. Saadud tulemus on 6,63% madalam kui turuhind arvutuste hetkel, milleks oli 1,08 eurot. Tabelist nr 13 on näha õiglase väärtuse tundlikkus dividendile järgmisel aastal ja kasvumääradele. Kui läheb täide ettevõtte enda plaan ehk dividendi suuruseks kujuneb viis eurosentit aktsia kohta, siis aktsia õiglane väärtus on kõrgem.

Tabel 13. AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtuse tundlikkus tulevase dividendi ja dividendi kasvumäära suhtes

	Kasvumäär			
Dividend	5,50%	6,00%	6,67%	7,00%
0,03	0,58	0,65	0,76	0,83
0,04	0,78	0,86	1,01	1,1

0,05	0,97	1,08	1,26	1,38
------	------	------	------	------

Allikas: autori arvutused

Võrdlevate suhtarvude meetodi arvutustesse kaasas autor neli konkurenti ja sektori keskmised näitajad. Õiglase väärtuse hindamiseks kasutati kuute erinevat suhtarvu – P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA, DY ja ROE. Nendest kolm näitasid, et grupi aktsia on ülehinnatud ning kolm seevastu aktsia alahinnatud. Kõigi kuue suhtarvu analüüsimisel saadud tulemus kokku andis AS Tallink Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 1,38 eurot, mis on 27,8% kõrgem kui arvutuste hetkel kehtinud turuhind.

Kolmest meetodist kaks näitasid, et AS Tallink Grupi aktsia on ülehinnatud, võrdlusmeetodi tulemus näitab, et aktsia võiks maksta rohkem. Meetodite tulemusel saadud õiglased väärtused on näidatud tabelis nr 14. Võttes arvesse kõiki kolme analüüsimeetodit, on AS Tallink Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 1,14 eurot, mis on 5,55 % kõrgem arvutuste hetkel, 30.04, kehtinud turuhinnast, milleks oli 1,08 eurot.

Tabel 14. AS Tallink Grupi õiglase väärtus

DCF	1,05
DDM	1,01
Võrdlusmeetod	1,38
Kolme meetodi keskmine	1,14

Allikas: autori arvutused

AS Tallink Grupi puhul on tegu juba küpse ettevõttega ning suurt kasvu ei ole oodata. Autori arvutused näitasid, et aktsia on hetkel turul alahinnatud. Võrdlusmeetodi tulemustesse tuleb suhtuda siiski ettevaatlikult, sest Tallink puhul on otseseid konkurente vähe ning suhtarvude meetod selgelt tõstab hinda võrreldes teiste meetoditega. Sellest tulenevalt ei tormaks autor aktsiat praegusel hetkel ostma või enda osalust suurendama, kuid juba osalust omades ei sooviks ka müüa. Aktsia võiks sobida stabiilsust soovivale investorile, kes ei oota suurt kasvu, kuid soovib saada stabiilselt dividende ning suuremat meelerahu, vältides suuremaid hinnakõikumisi.

Tallinki tulevik on kindlasti täis väljakutseid ning on vaja parandada kindlasti omakapitali tootlikkust. Väljakutseteks on eelkõige vähenev reisijate arv ning volatiilsus kütuseturul. Pikemas perspektiivis võib kujuneda otseseks konkurendiks Tallinn-Helsinki tunnel, kuid lähima kümne aasta perspektiivis ei ole seda kindlasti näha ning mõju Tallink Grupile hetkel on ülimalt keeruline

hinnata. Teistelt laevafirmadelt ei ole konkurentsi kasvu märgata, Tallink jääb ka edaspidi Läänemere üheks juhtivaks laevandusettevõtteks.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusteöö eesmärgiks oli välja selgitada AS Tallink Grupi õiglase väärtus ning selle erinevus turuhinnast. Selleks analüüsis autor erinevaid ettevõtte õiglase väärtuse hindamise meetodeid ning viis läbi AS Tallink Grupi praktilise hindamise kolme erineva meetodi abil. Kasutatud meetoditeks olid diskonteeritud rahavoogude meetod, diskonteeritud dividendide meetod ning võrdlevate suhtarvude meetod.

Töö esimene peatükk koosnes ettevõtte hindamise teoreetilisest taustast ning erinevate meetodite tutvustusest. Teises peatükis tutvustas autor AS Tallink Grupi majandustulemusi, ärimudelit ning viis läbi lühikese finantsanalüüsi. Kolmandas peatükis viidi läbi aktsia õiglase väärtuse hindamine ning anti hinnang saadud tulemustele.

Töö alguses püstitas autor järgmised uurimisküsimused:

1. Mis on AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
2. Mis on AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus diskonteeritud dividendide meetodil?
3. Mis on AS Tallink Grupi aktsia õiglase väärtus võrdlevate suhtarvude meetodil?
4. Kui palju erinevad meetodite tulemused ning mis on nende keskmine väärtus?
5. Kas AS Tallink Grupi aktsia on turul üle- või alahinnatud?

Esimesele küsimusele vastamiseks pidi esmalt koostama finantsprognooosi perioodiks 2019-2023. Selle tulemusena leiti mainitud perioodi vabad rahavood ning terminaalkväärtus. Prognoos põhines grupi senistel majandustulemustel eelnevatel aastatel, Eesti Panga ja Euroopa Keskpanga makromajanduslike näitajate prognoosil, ettevõtte enda ootustel ning autori hinnangutel. Diskonteeritud rahavoogude meetodil saadi AS Tallink Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 1,05 eurot, mis on 2,8% madalam kui arvutuste hetkel olnud turuhind.

Teise uurimisküsimusele vastuse leidmiseks olid olulised sisendid ettevõtte poolt tulevikus makstavate dividendide nüüdisväärtus ning dividendide kasvumäär. Autor on tulevikus makstavate dividendide ootuste osas veidike konservatiivsem kui ettevõtte ise. Autori hinnangul on jätkusuutlikuks dividendiks prognoosiperioodi esimesel aastal 4 eurosentit aastas, kasvumääraga

6,67%. AS Tallink Grupi aktsia õiglane väärtus diskonteeritud dividendide meetodil on autori arvutuste kohaselt 1,01 eurot, mis on 6,63% turuhinnast madalam.

Võrdlevate suhtarvude meetodil väärtuse leidmiseks valis autor neli laevandussektoris tegutsevad ettevõtet ning võrdles nende suhtarve Tallinki omadega. Valimisse kaasatud ettevõteteks olid Viking Line ABP, Finnlines Plc, Irish Continental Group Plc ning DFDS. Lisaks kaasati valimisse ka Reutersi poolt avaldatud laevandussektori keskmised näitajad. Analüüsis kasutati P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA näitajaid. AS Tallink Grupil olid valimist paremad P/B, P/S ning EV/EBITDA näitajad. Tallink jäi alla P/E näitajas. Võrdlevate suhtarvude meetodi baasil on AS Tallink Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 1,38 eurot, mis on 27,8% kõrgem kui turuhind hindamise hetkel.

Kaks meetodit, diskonteeritud rahavoogude ja diskonteeritud dividendide meetodid, näitasid, et Tallinki aktsia on turul ülehinnatud. Seevastu võrdlevate suhtarvude meetodi põhjal on aktsia tugevalt alahinnatud. Kolme meetodi keskmine väärtus on 1,14 eurot, mis on 5,55% kõrgem kui turuhind. Seega saab käesoleva bakalaureusetöö tulemuste põhjal väita, et AS Tallink Grupi aktsia on turul alahinnatud.

Tallinki hindamisel tuleb ka väga hästi esile meetodite erinevus ning nende abil saavutatavate tulemuste sensitiivsus. Seetõttu on iga investori jaoks oluline enda jaoks lahti mõtestada, mis on meetodite tagapõhi ning kui palju sisendid tulemusi mõjutavad. Lugeses foorumitest või portaalidest erinevaid hinnasihte ning õiglaste väärtuste hinnanguid on esmalt soovituslik süübidada meetodite tausta ning koostada enda prognoosid.

KASUTATUD ALLIKAD

- Alexander, G. J., Sharpe, W. F., & Bailey, J. V. (2001). *Fundamentals of Investments, 3rd Edition*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- AS Tallink Grupp. (2009). *Annual Report 2008*.
- AS Tallink Grupp. (2011). *Annual Report 2010*.
- AS Tallink Grupp. (2013). *Annual Report 2012*.
- AS Tallink Grupp. (2015). *Annual Report 2014*.
- AS Tallink Grupp. (2017). *Annual Report 2016*.
- AS Tallink Grupp. (2019). *About Company*. Allikas: <https://www.tallink.com/about>
- AS Tallink Grupp. (2019). *AS-i Tallink Grupp 2019 märtsi ja 2019 majandusaasta I kvartali statistika*.
- AS Tallink Grupp. (2019). *Investors*. Allikas: <https://www.tallink.com/investors>
- AS Tallink Grupp. (2019). *Majandusaasta aruanne 2018*.
- AS Tallink Grupp. (2019). *Management*. Allikas: <https://www.tallink.com/management>
- AS Tallink Grupp. (2019). *Strategy*. Allikas: <https://www.tallink.com/strategy>
- Corrado, C. J., & Bradford, D. J. (2000). *Fundamentals of investments : valuation and management*. Boston: Irwin/McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assset*. John Wiley & Sons, Inc.
- DFDS. (2019). *Annual Report 2018*.
- Eesti Pank. (2018). *Rahapoliitika ja majandus*.
- Eesti Rahvusringhääling. (18. 10 2018. a.). Tallink ostab 250 miljoniga uue süstiklaeva. *ERR: uudised*.
- Eesti Rahvusringhääling. (2018). Tallink tahab aktsionäridele järgmisel aastal maksta 80 lisamiljonit.

- Fernandez, P. (2001). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Research division, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations.* IESE.
- Finnlines Plc. (2019). Allikas: Our Net Works: <https://www.finnlines.com/freight>
- Finnlines Plc. (2019). *Annual Report 2018.*
- Gitman, L. J., & Joehnk, D. M. (1996). *Fundamentals of investing, sixth edition.* New York: Harper Collins.
- Herbst, A. F. (2002). *Capital asset investment : strategy, tactics & tools.* Chichester: Wiley.
- International Monetary Fund. (2019). *World Economic Outlook.*
- Irish Continental Group. (2019). *ICG at a Glance.* Allikas: <https://www.icg.ie/about/icg-at-a-glance/>
- Karu, S., & Zirnask, V. (2001). *Rahakäibe juhtimine. II osa.* Tartu: Rafiko.
- Kert, E. (2007). *Investeerimise teejuht. Väärtpaberite fundamentaalne analüüs. Äripäeva kirjastus.*
- KPMG. (2018). *Equity Market Risk Premium - Research Summary.*
- Kruschwitz , L., & Löffler, L. (2006). *Discounted cash flow : a theory of the valuation of firms.* Chichester: Wiley.
- Laid, V. (2003). *Väärtusjuhtimine. rmt: Äripäeva Käsiraamat.* Tallinn: Äripäev.
- Morningstar. (30. April 2019. a.). *DFDS A/S DFDDF.* Allikas: <https://www.morningstar.com/stocks/grey/dfddf/quote.html>
- Morningstar. (30. April 2019. a.). *Irish Continental Group PLC IR5B.* Allikas: <https://www.morningstar.com/stocks/XDUB/IR5B/quote.html>
- Morningstar. (30. April 2019. a.). *Tallink Grupp AS TALIT.* Allikas: <https://www.morningstar.com/stocks/XTAL/TALIT/quote.html>
- Morningstar. (30. April 2019. a.). *Viking Line Abp VIK1V.* Allikas: <https://www.morningstar.com/stocks/XHEL/VIK1V/quote.html>
- Nasdaq OMX Baltic - AS Tallink Grupp - About Issuer.* (2019). Allikas: <https://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100004466&list=2&pg=details&tab=company>
- Norton, D. (2012). *The executive's guide to financial management : improving risk, strategy, and financial performance.* Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Roosaare, J. (2016). *Aktsiatega rikkaks saamise õpik.*

- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. University of St.Gallen, Graduate School of Business Administration.
- Stowe, J. D., Henry, E., Robinson, T. R., & Pinto, J. E. (2007). *Equity Asset Valuation: 2nd edition*. Hoboken, New Jersey: Wiley, John & Sons.
- Tearu, A., & Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Pegasus.
- The Statistics Portal. (2019). *Average monthly Brent crude oil price from March 2018 to March 2019 (in U.S. dollars per barrel)*.
- Thomson Reuters. (2019). *Tallink Grupp AS (TALIT.TL)*.
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine : idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: Äripäev.

SUMMARY

VALUATION OF AS TALLINK GRUPP

Karl Kristjan Soidla

In a current economic cycle when global economy is doing great and businesses are growing, people can spend more but also save more. They want to do something with their savings – invest. Investing has become popular topic in media and therefore more and more people get into investing. Due to its historical yield, stock market is the main place people turn their money and focus to. But there are almost endless opportunities to invest in and because of that it is extremely important to distinguish facts from media noise and sales talk. Therefore one must understand company's financials and gasp its future performance. By evaluating a company you reach to a price which represents company's fair price according to your calculations. If your calculated price for company's share price is higher than the current market price then it is a signal to buy. If your calculated share price is lower than the current market price then you most probably should not invest into this company at this moment because it indicates that company is overvalued at that particular time.

This bachelor thesis aim is to value Estonian shipping company AS Tallink Grupp. Subject is based on author's personal interest for stock markets and desire for practical experience of evaluating a company. Author believes that it is necessary skill to attain in order to make better personal financial decisions in the stock market. This bachelor thesis could be useful for all the current and future Tallink Grupp investors.

There are many different methods to evaluate a company. In this thesis author evaluates Tallink's share price based on three different methods – discounted cash flow method, discounted dividend method and relative valuation. All of them are widely used by investors and analysts worldwide.

In order to achieve the result author has set the following questions:

1. What is the fair value of AS Tallink Grupp based on discounted cash flow model?
2. What is the fair value of AS Tallink Grupp based on discounted dividend model?
3. What is the fair value of AS Tallink Grupp based on relative valuation model?
4. How much do the results differ and what is the average value of these three models?
5. Is AS Tallink Grupp's stock currently over- or undervalued?

This work is divided into three parts. In the first chapter author gives an overview why evaluation is important and which methods can be used to achieve the result. Discounted cash flow method and relative valuation get more detailed insight due to their popularity and usefulness. In the second part author takes a detailed look into Tallink's financial results, business model and does a brief financial analysis. Third chapter begins with financial forecast and moves on to evaluating the company and explaining the results.

Discounted cash flow method uses company's future cash flows' present values to evaluate the fair price. Another important aspect is the discount rate which mainly is weighted average cost of capital. Two additional inputs are necessary, the growth rate and risk level of the company. Finally a terminal value is needed to be calculated. Terminal value determines businesses' value after the forecast period. Discounted cash flow method is very complex method but is believed to give the most accurate results.

Discounted cash flow method is also based on discounting future cash flows, but cash flows to shareholders - dividends. In this model the fair value is based on the present value of future dividend and their future growth potential.

Relative valuation method is a bit easier than discounted cash flow method and is widely used. Nevertheless, it is very important to interpret the results of this method carefully. In order to get accurate results with this method it is necessary to compare company's financial ratios to competitors. Competitors have to have as close business models and activity field as possible. Second part of the process is to choose these ratios which are most important for these kind of businesses.

All these methods give different results and therefore it is important to evaluate company based on different methods to get an accurate result. Discounted cash flow method showed that AS Tallink Grupp's fair value is 1,05 euros per share. Based on discounted dividend model the share price should be 1,01 euros and based on relative valuation 1,38 euros. Based on these three method averages, AS Tallink Grupp's fair value per share is 1,14 euros. The market price at the moment when calculations where made was 1,08 euros. Therefore, according to author's calculations Tallink's stock is currently undervalued by 5,55%.

However, different opinions and forecasts have major impact on the results of different methods. It is always more reasonable to make your own forecasts and calculations rather than believe different calculations on forums or research pages. If you can manage to do it then you understand the impact of the different inputs and how they shape the end result.