

**TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
TALLINNA KOLLEDŽ**

Majandusarvestus

Kristo Epner

**FUNDAMENTAALSE ANALÜÜSI RAKENDAMINE AS  
BALTIKA JA APRANGA APB AKTSIATE NÄITEL**

Lõputöö

Juhendaja: Kristo Krumm, *MBA*

**Tallinn 2015**

## SISUKORD

SISSEJUHATUS .....	3
1. FUNDAMENTAALSE ANALÜÜSI OLEMUS JA PEAMISED RAKENDAJAD .....	5
1.1. Fundamentaalanalüüsi olemus .....	5
1.2. Investeerimisel enim kasutatavad suhtarvud .....	7
1.3. Warren Buffetti tõekspidamised investeerimisotsuste tegemisel .....	11
1.3.1. Äritegevust puudutavad tõekspidamised .....	12
1.3.2. Juhtkonda puudutavad tõekspidamised .....	13
1.3.3. Rahanduslikud tõekspidamised .....	15
1.3.4. Turutõekspidamised .....	17
1.4. Joel Greenblatti meetodika .....	19
2. METOODIKATE RAKENDAMINE AS BALTIKA JA APB APRANGA NÄITEL.....	21
2.1. AS Baltika.....	21
2.2. Apranga APB .....	24
2.3. Baltika ja Apranga võrdlus Buffetti meetodiga .....	27
2.4. Baltika ja Apranga võrdlus Greenblatti meetodiga.....	39
2.5. Järeldused ja ettepanekud .....	41
KOKKUVÕTE .....	44
VIIDATUD ALLIKAD .....	46
SUMMARY .....	48

## SISSEJUHATUS

Tänapäeval on üha rohkem räägitud sellest, et tuleks oma raha investeerida erinevatesse allikatesse, panna nõ raha tootma raha, et tagada endale suurem sissetulek ning parem tulevik. Investeerimine oma olemuselt on ju väga lihtne viis raha tegemiseks. Tuleb teha see õige otsus ning oodata, kuni kasvab oodatud suuruseni ja kasum välja võtta, samal ajal aga tegeledes ise millegi muuga. Kuhu siis investeerida? Millest tuleks lähtuda?

Kui küsida 20 erineva inimese käest, mille järgi nad langetavad oma investeerimise otsuseid, siis saab vastuseks 20 erinevat meetodit. Mõnele meeldib teha investeringuid vastavalt oma sõbra või maakleri soovitudele. Mõned jällegi arvavad, et oleks tark valik investeerida ettevõttesse, mille tooteid või teenuseid nad ise kõige rohkem kasutavad. Kusjuures on ka investoreid, kes küsivad arvamusi astroloogide käest. Enamik neid inimesi ühendab siiski tavapärane arvamus, et aktsiaid ostes makstakse nende eest palju ning müügi puhul tekib tunne, et müüakse liiga odavalt.

Siin kohal võetakse appi fundamentaalne analüüs. Fundamentaalne analüüs on üks usaldusväärsemaid ja esmaseid viise hindamiseks oma investeringuid. Fundamentaalanalüütik hindab väga ettevaatlikult ning põhjalikult organisatsiooni tegevuste igat aspekti. Fundamentaalse analüüsi põhjal uuritakse ettevõtet ja tema hinnataset keskendudes finantsaruannetele, juhtkonnale, konkurentsile ja turusituatsioonile. Antud teemat on käsitlenud nii mõnedki tuntumad investorid ning finantsanalüütikud. Nende seas on kõige tuntum Warren Buffett, kes sai oma teadmised Benjamin Grahami poolt, keda ka peetakse finantsanalüüsi isaks.

Benjamin Graham alustas fundamentaalse analüüsi kasutamist kui kauplemismehhanismina kusagil 1928. aastal ning 1934. aastal ta avaldas oma raamatu „Väärtpaberite analüüs“ (Security Analysis), kus sai alguse nimetus väärtusinvesteerimine (Ukessays.com). Väärtusinvesteerimise üheks aluseks ongi fundamentaalne analüüs, mille kaudu leitakse „häid ja odavaid“ ettevõtteid, millesse investeerida. Nüüdseks on mitmed tuntumaid investorid võtnud Grahami teooriad aluseks ning juurde rakendanud mitmeid erinevaid strateegiaid, mille baasil teha oma otsuseid. Nagu ka eelnevalt mainiti, on üks tuntumaid ja edukamaid Warren Buffett, kes oli kunagi ka Grahami õpilane ja kes on suutnud aastast-aastasse näidata väga häid tootlusi. Teiseks tuuakse

välja Joel Greenblatti, kes on võtnud samuti endale strateegia aluseks Grahami teooriad ning kaasanud ka Buffetti tõekspidamised, ja mõelnud välja oma strateegia, kuidas luua häid tootlusi.

Lõputöö eesmärgiks on fundamentaalse analüüsi strateegiaid kasutades leida AS Baltika ja AS Apranga näitel investeerimiskõlbulikum aktsia.

Eesmärgist tulenevad järgmised uurimisülesanded:

- Vaadelda ning kirjeldada fundamentaalse analüüsi olemust.
- Tuua välja Warren Buffetti ning Joel Greenblatti strateegiate põhiseisukohad
- Rakendada Warren Buffetti ning Joel Greenblatti investeerimismeetodid AS Baltika ja Apranga APB analüüsimisel.

Lõputöö koosneb kahest erinevast peatükist. Esimeses peatükis kirjeldatakse fundamentaalse analüüsi olemust, mida täpsemalt fundamentaalne analüüs endast kujutab. Tuuakse välja ka põhiliselt suhtarvud, mille põhjal saab teha efektiivseid investeerimisotsuseid.

Esimeses peatükis kirjeldatakse ka kahe investori investeerimismeetodeid, millest nemad lähtuvad oma otsuste tegemistel. Vaadeldakse Warren Buffetti erinevaid tõekspidamisi, millest ta lähtub, kui teeb investeerimisotsuseid. Samuti vaadeldakse ka Joel Greenblatti meetodit, kuidas on tema lähenemisviis investeerimisel erinevatesse ettevõtetesse.

Ning teises peatükis, praktilises osas rakendatakse esimeses peatükis välja toodud investeerimismeetodid kahe ettevõtte analüüsimiseks. Tehakse selgeks, kumb ettevõtte on siiaaani paremini toiminud ning kummal on paremad tulevikuväljavaated.

Seejärel arvutatakse välja mõlema ettevõtte tegelik väärtus ning selgitatakse välja, kas Baltika ja Apranga turuväärtus on kõrgemal või madalamal nende tegelikust väärtusest. Kui tegelik väärtus kujuneb kõrgemaks turuväärtusest, siis selgitatakse välja ka tugevusvaru. Sellest oleneb, kas tasub ettevõtte aktsiasse investeerida või mitte. Samuti vaadeldakse ka Greenblatti teooria järgi, kas kummagi ettevõtet tasuks osta pikaajaliseks või „müüa lühikeseks.“

# 1. FUNDAMENTAALSE ANALÜÜSI OLEMUS JA PEAMISED RAKENDAJAD

## 1.1. Fundamentaalanalüüsi olemus

Fundamentaalne analüüs on tehnilise analüüsi kõrval üheks peamiseks investorite poolt börsil kasutatavaks analüüsimeetodiks. Kui tehnilise analüüsi raames pööratakse peatähelepanu ettevõtete aktsiagraafikutele, siis fundamentaalse analüüsi fookuses on ettevõtte ise. Fundamentaalne analüüs tähendab ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimist ning prognoosimist eesmärgiga leida turu poolt alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid. Üksikudel juhtudel võime rääkida ka ülehinnatud ettevõtete leidmise eesmärgist, kuid seda võib vaieldamatult pidada märgatavalt vähem levinuks.

Fundamentaalse analüüsi otstarbekuse kinnitamiseks tuleb teha kaks olulist eeldust, mis kohati akadeemilistes ringkondades tõestamist leidnud seisukohtadega vastuollu lähevad. Efektiivse turu teooria väidab, et ettevõtte turuhind kajastab juba kogu olemasolevat informatsiooni ning turu keskmisest parema tootluse saavutamine ei ole seega pikemas perspektiivis mingi analüüsimeetodiga võimalik. Samas seavad toodud teooria paikapidavuse kahtluse alla nii börsimullide ja -krahhide esinemine kui ka investorid ja fondijuhid, kes siiski turgu pidevalt lüüa suudavad. Turu mõningase ebaefektiivsuse eeldamine on oluline ka fundamentaalse analüüsi seisukohalt. Tuleb teha kaks eeldust. Esiteks võib ettevõtte turuhind erineda tema õiglasest väärtusest (ettevõtte võib olla ala- või ülehinnatud). Ja teiseks tuleb eeldada, et pikemas perspektiivis turg siiski oma vea parandab ning ettevõtte turuhind liigub õiglase väärtuse suunas.

Eelnevast tulenevalt sobib fundamentaalne analüüs eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks. Aktsiahindade lühiajalist kõikumist selgitatakse valdavalt investorite psühholoogiaga ning seda uurib juba tehniline analüüs. Fundamentaalse analüüsi põhiülesandeks ongi eelnevast korduvalt nimetatud õiglase väärtuse leidmine, milleks omakorda kasutatakse mitmeid erinevaid meetodeid. Neist levinuimad on diskonteeritud rahavoogude meetod (*DCF – discounted cash flow method*), suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod, millest kaks

viimast on omavahel tihedalt seotud. Järgnevalt vaatleb autor nimetatud meetodeid lähemalt ning mida üldse fundamentaalse analüüsiga peale hakata.

Maailma börsil on tohutu hulk erinevaid ettevõtteid ja kuna fundamentaalne analüüs tähendab just eelkõige üksikettevõtete põhjalikku analüüsimist, siis tekib tahest-tahtmata küsimus, et mis oleks see „õige“ ettevõtte, mida konkreetsemalt analüüsima asuda. Siinkohal eristatakse huvitavate ettevõtete leidmisel peamiselt kahte meetodit, milleks on „ülalt alla“ (*top down*) ja „alt üles“ (*bottom up*) lähenemised.

“Ülalt alla” meetodi korral alustatakse analüüsimist keskkonnast, kus ettevõtte tegutseb. Globaalse lähenemise puhul valitakse esmalt välja maailma regioon, mis kõige enam potentsiaali pakub. Seejärel liigutakse üksikute riikide ning majandussektorite analüüsimise juurde. Alles kõige viimases järgus jõuame konkreetse ettevõtte analüüsimiseni. Toodud meetodi rakendamise peamiseks põhjenduseks on see, et reeglina on ettevõtete tegevus ja edukus väliskeskkonna teguritest tugevalt mõjutatud ning seetõttu alustataksegi analüüsi soodsas väliskeskkonna otsimisest. “Alt üles” lähenemine seevastu alustab analüüsi konkreetse ettevõtte tasandilt ning väliskeskkonnale pööratakse tähelepanu alles teises järgus. Üheselt kindlat viisi huvitavate ettevõtetenäidete leidmiseks ei ole, kuid kahtlemata tulevad siin kasuks nii rohkem lugemine kui lihtsalt lahtiste silmadega ringikäimine.

Samuti peaks fundamentaalanalüütik pisut mõtlema sellele, mida soovitakse leida. Fundamentaalanalüütiku jaoks eristatakse peamiselt kaht tüüpi investeerimisobjekte, milleks on kasvuaktsiad (*growth stocks*) ja väärtusaktsiad (*value stocks*).

Kasvuaktsiate korral fundamentaalse analüüsi seisukohalt peaks analüüsi põhirõhu suunama just kasvuperspektiivide hindamisele ning uurimisele. Mitmete suhtarvude baasilt võivad kasvuettevõtted tihti suhteliselt kallimad tunduda.

Seevastu investorid, kes otsivad väärtusaktsiaid, kasvule nii suurt tähelepanu ei pööra. Neile pakuvad huvi ettevõtted, mille aktsiad mingil põhjusel on ebaõiglaselt odavalt hinnatud (võrreldes ettevõtte müügitulu, kasumi, varade või dividendidega). Odava hinnataseme taga võib olla näiteks mõne negatiivse uudise ületähtsustamine või terve majandussektori ebasoosingu sattumine. Väärtusaktsiad otsides tuleks suurem tähelepanu pöörata just mitmesugustele suhtarvudele.

Suhtarvude arvutamiseks läheb meil vaja ettevõtte kohta infot ning arve. Fundamentaalse analüüsi seisukohalt on selleks üks peamisi infoallikaid just ettevõtete majandusaruanded. Fundamentaalne analüüs algab tihti just nimelt finantsaruannete analüüsist. Kõige olulisemateks aruanneteks on kasumiaruanne ja bilanss, samuti sisaldavad väärtuslikku informatsiooni ettevõtte mineviku ja tuleviku kohta juhtkonna kommentaarid, mis aruannetesse enamasti kaasatakse. Kõige olulisemaks aruandeks võib investori seisukohalt reeglina pidada kasumiaruannet, kuna just puhaskasum on lõppkokkuvõttes see, millest investoritele dividendide näol ükskord väljamakseid tehakse. Kasumiaruande kõrval on oluline heita pilk ka bilansile, mis kõrvutab ettevõtte varasid ja kohustusi.

Kuna investeerimine on seotud eelkõige ettevõtete tulevasele edule panustamisega, on ajalooliste finantsaruannete uurimise kõrval väga oluliseks ka tulevaste prognooside tegemine. Lihtsama lähenemise korral võib prognoose teha lihtsalt ajalehenurgale, keerulisema lähenemise korral on prognoosimisega seotud mahukad finantsmudelid, mis erineva sisendinfo alusel prognoose arvutavad. Kuid sõltumata prognooside põhjalikkusest on peamine, et tulevikunägemus oleks põhjendatud. Oodatava kasumikasvu põhjuseks võib olla nii uus tooteliin kui kulude kärpimine, kuid peaasi, et põhjendus on olemas.

## **1.2. Investeerimisel enim kasutatavad suhtarvud**

Suhtarvud on ühed tähtsamad komponendid fundamentaalse analüüsi juures. Neid välja arvutades, saab analüütik võrrelda üht ettevõtet teisega. Kõige enamkasutatavaks suhtarvuks on kahtlemata aktsiahinda ja kasumit võrdlev P/E suhe, mille kõrval arvutatakse lugematul arvul ka teisi näitajaid, mis ettevõtte majandusnäitajaid ja turuväärtust mingil viisil seovad. Enne konkreetsete suhtarvude juurde minemist on oluline rääkida teemast, mis neid kõiki puudutab – minevik vs. tulevik. Suurt osa suhtarvudest on võimalik arvutada nii ajalooliste finantsandmete kui tulevaste prognooside põhjal. Kuigi ajalooliste andmete alusel on seda märgatavalt lihtsam teha, tuleb tunnistada, et sellisel kujul leitud suhtarvud sisaldavad endas ka tunduvalt vähem informatsiooni. Prognoositavate finantsnäitajate põhjal leitud suhtarvude kvaliteet on aga otseses seoses prognooside enda kvaliteediga.

### ***P/E (price-to-earnings)***

Investeerimismaailma kõige populaarsemaks suhtarvuks on kahtlemata P/E ehk hinna/tulu suhe ja ka populaarsuse põhjusi ei tule kaugelt otsida. Ühest küljest on nimetatud suhtarvu väga lihtne

arvutada ning teisest küljest peidab ta endas palju väärtuslikku informatsiooni. P/E suhtarv seob omavahel aktsiahinna ja ettevõtte kasumi ning avaldub valemiga järgneval kujul (Roos 2014:178).

$$P/E = \frac{P}{EPS} \quad (1)$$

kus  $P$  – aktsia turuhind,  
 $EPS$  – puhaskasum aktsia kohta (*earnings per share*).

### **P/B (*price-to-book*)**

Väärtusinvestorid kasutavad ettevõtte ala- või ülehinnatusele esmase hinnangu andmiseks aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhet. See suhe näitab, kui mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust (mõnikord nimetatakse seda likvideerimisväärtuseks). Kui ettevõtte aktsiaga kaubeldakse allpool raamatupidamisväärtust ( $P/B < 1$ ), viitab see kahele võimalusele: kas investorid hindavad ettevõtte varade väärtust väga pessimistlikult või on ettevõtte varade tootlus väga madal (Väärtpaberite teejuht 2008:29)

Aktsia hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe (*price-to-book ratio*) P/B arvutatakse valemiga (Roos 2014:178):

$$P/B = \frac{P}{BV} \quad (2)$$

kus  $P/B$  – aktsia hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe,  
 $P$  – aktsia turuhind,  
 $BV$  – aktsia raamatupidamisväärtus (*book value*).

### **P/S (*price-to-sales*)**

P/S suhtarv (*P/S ratio*) on sarnane P/E suhtarvule, kuid praktikas vähem kasutusel. P/S suhtarv näitab, mitu korda käivet ühe aktsia kohta aktsia kaupleb.

$$P/S = \frac{P}{SPS} \quad (3)$$

kus  $SPS$  – netokäive aktsia kohta.

Mida kõrgem on see suhtarv, seda suhteliselt kallim on ettevõtte.



### **P/CF (*price-to-cashflow*)**

P/CF suhtarv näitab, mitu korda rahavooge ühe aktsia kohta ettevõtte aktsia kaupleb.

$$P/CF = \frac{P}{CFPS} \quad (4)$$

kus  $CFPS$  – rahavoog aktsia kohta.

### **Dividenditootlus (*dividend yield*)**

Kui eeltoodud suhtarvudest võime rääkida eelkõige kiiremini kasvavate ettevõtete kontekstis (väga kiiresti kasvavate ettevõtete puhul pole siiski ka eeltoodutest kasu), siis arengutsükli hilisemates faasides asuvate ettevõtete hindamiseks sobivad paremini teised suhtarvud. Üheks sellistest on dividenditootlus. Läbi ajaloo üks parimaid investeerimisstrateegiaid on olnud kõrge dividenditootlusega aktsiate omamine. Ainuüksi dividendide reinvesteerimisega tekkiv kumulatiivne tootlusefekt võib pikas perspektiivis anda päris suure eelise võrreldes üksnes aktsiate hinnatõusule lootmisega.

Aktsia dividenditootluse saame, kui jagame dividendi aktsiahinnaga.

$$DY = \frac{D}{P} \quad (5)$$

kus  $DY$  – dividenditootlus,  
 $D$  – aastane dividend aktsia kohta,  
 $P$  – aktsia turuhind.

### **Tulumäär (*Earnings yield*)**

Tulumäära leitakse, kui jagada EBIT ettevõtte väärtusega (EV). Greenblatt eelistab seda P/E kordajale. Kõige lihtsam idee selle tulumäära arvutamise taga on see, kui palju suudab ettevõtte teenida võrreldes ettevõtte väärtusega (Greenblatt 2006:141).

Ettevõtte väärtuse (EV) saame, kui liidame turukapitalisatsioonile ettevõtte netovõla, intressid ning eelisaktsiad ning lahutame maha raha ja rahaekvivalendid.

EBIT on kasum enne intresse ja makse.

## ROE

ROE (*Return On Equity*) ehk tulu omakapitalilt on tähtis suhtarv, mis näitab palju ettevõtte teenib kasumit investorite poolt investeeritud rahaga.

Arvutatakse järgnevalt:

$$ROE = \frac{NI}{E} \quad (6)$$

kus  $NI$  – puhaskasum,  
 $E$  – omakapital.

## ROA

ROA (*Return on Assets*) ehk vara puhasrentaablus näitab, kui palju kasumit teenib iga varadesse paigutatud euro.

Ettevõtet peetakse investorite poolt efektiivseks, kui see suudab genereerida vajaliku kasumi, kasutades selleks minimaalset varade mahtu. See väldib investorite jaoks ka vajadust paigutada ettevõttesse rohkem raha ning võimaldab majandusüksusel suunata üleliigse raha investeringutena uutesse ettevõtmistesse. Järelikult loetakse kaasatud varadelt saadava kasumi näitajat ettevõtte üldise tegevusefektiivsuse taseme määramisel otsustavaks.

Valemis jagatakse puhaskasum varade kogumaksumusega. Valem on järgmine (Bragg 2005:106):

$$ROA = \frac{NI}{A} \quad (7)$$

kus  $NI$  – puhaskasum,  
 $A$  – koguvaram.

## ROC

ROC (*Return On Capital*) ehk kapitalitulu näitab, kui efektiivselt on ettevõtte kasutanud oma kapitali tulu tootmisel. ROC arvutatakse protsendina (Greenblatt 2006:138).

Valem on:

$$ROC = \frac{EBIT}{(NFA+WC)} \quad (8)$$

kus *EBIT* – kasum enne intresse ja makse,  
*NFA* – neto põhivara,  
*WC* – käibekapital.

Seda valemit kasutab Joel Greenblatt, millest räägib autor lähemalt hilisemates peatükkides.

### **1.3. Warren Buffetti tõekspidamised investeerimisotsuste tegemisel**

Warren Buffett on kindlasti läbi aegade üks edukamaid investoreid. Tema ainulaadne investeerimismeetod on olnud väga edukas, mis on teinud temast üheks maailma rikkaimaks inimeseks (Forbes 2015). Ta alustas investeerimisega juba varakult, juba üheteistaastasena ostis ta esimesed eelisaktsiad (Hagstrom 2000:2).

Warren Buffetti koolitust võib vabalt iseloomustada kui kahe erineva investeerimisfilosoofia sünteesi, mille autoriteks on legendaarsed Benjamin Graham ja Philip Fisher. Buffett oli kõigepealt Grahami teoste innukas lugeja, seejärel tema õpilane, alluv ja kaastööline ning lõpuks temaga võrdne autoriteet. Grahami peetakse finantsanalüüsi isaks. Ta kannab seda aunimetust, sest „enne teda polnud vastavat eriala (finantsanalüüsi) olemas ning pärast teda hakati seda just niimoodi nimetama (Hagstrom 2000:25). Graham oli kvantitatiivne analüütik, tähtsustas ainult selliseid tegureid, mida sai täpselt mõõta: põhivara, jooksvaid kasumeid ja dividende. Graham uuris vaid ettevõtete poolt esitatud tulemusi ja nende aastaaruandeid. Teda huvitas vaid sellise investeerimismeetodi loomine, mida ühel tavalisel investoril oleks kerge ja turvaline kasutada. (Hagstrom 2000:40)

Fisheri filosoofiaga sai Buffett tuttavaks, siis kui ta luges läbi Fisheri raamatu *Common Stocks and Uncommon Profits* („Lihtaktsiad ja ebatavalised kasumid“) ning hiljem kohtus selle mehega (Hagstrom 2000:25). Fisheri lähenemisviisi investeerimisele võib nimetada Grahami vastandiks. Fisher oli kvalitatiivne analüütik, kes rõhutas neid faktoreid, mis tema arvates kasvatasid ettevõtte väärtust: tulevikuväljavaateid ja juhtkonna võimekust. Fisher tahtis osta ettevõtteid, mis olid võimelised pikema perioodi vältel oma tegelikku väärtust suurendama. Fisher tegi ka suuri jõupingutusi, viies läbi ulatuslikke küsitlusi selle nimel, et saada kasvõi killuke informatsiooni, mis võiks aidata valiku tegemisel (Hagstrom 2000:40).

Warren Buffet usub, et need kaks erinevat teooriat „seisavad investeerimismaailmas teineteise kõrval.“ Buffett ühendab oma meetodis Fisheri poolt õpetatud ettevõtte ning selle juhtkonna

kvalitatiivse analüüsi Grahami poolt õpetatud hinna ja väärtuse kvantitatiivse analüüsiga (Hagstrom 2000:40)

Kui Buffett kaalub mõnda võimalikku ettevõtte omandamist või aktsiaostu, hindab ta tehingut eelkõige ärimehes seisukohalt lähtudes. Ta vaatleb ettevõtet kui tervikut, uurides selle juhtimise, finantsolukorra ja ostuhinna kõiki kvantitatiivseid ja kvalitatiivseid aspekte. (Hagstrom 2000:69). Oma otsuste langetamisel, lähtub Buffett oma tõekspidamiste või põhiprintsiipide kogumikest, mis rühmituvad nelja kategooriasse (Hagstrom 2000:70):

1. Äritegevust puudutavad tõekspidamised;
2. Juhtkonda puudutavad tõekspidamised;
3. Rahanduslikud tõekspidamised;
4. Turutõekspidamised.

Loomulikult ei ole Buffett iga oma ostutehingu juures kasutanud kõiki tõekspidamisi, kuid grupina moodustavad nad tema aktsiatesse investeerimise meetodi põhituuma. (Hagstrom 2000:70)

### **1.3.1. Äritegevust puudutavad tõekspidamised**

Oma investeerimisotsuse tegemisel, keskendub Buffett konkreetse ettevõtte tegevusele. Teda ei huvita turuteooriad, makromajanduslikud mõisted ning ärisektoreid iseloomustavad trendid. Buffett üritab võimalikult palju teada saada vaatluse all oleva firma kohta, keskendudes kolmele põhipunktile (Hagstrom 2000:70):

1. Kas ettevõtte tegevus on lihtne ja kergesti arusaadav?
2. Kas ettevõtte tegevusajalugu on olnud järjekindel?
3. Kas ettevõtte omab soodsaid pikaajalisi väljavaateid?

#### **Lihntne ja arusaadav**

„Buffetti arvates on investori finantsedu otseses võrdelises sõltuvuses sellega, kuivõrd hästi ta oma investeringut tunneb“ (Hagstrom 2000:70). Investori jaoks peab olema vaatluse all oleva ettevõtte tegevus lihtne ja arusaadav. On teada, kuidas ettevõtte tegutseb ning kuidas teenib raha. Selle tõekspidamisega Buffett ei investeerinud tehnoloogiabuumi ajal tehnoloogiaaktsiatesse ning vältis tehnoloogiamulli lõhkemisega kaasnevat kaotusi, sest tema jaoks tehnoloogiafirmad olid keerulised.

## **Järjekindel tegevusajalugu**

Buffett hoidub ostmast keerulisi tööstusharusid ning ka ettevõtteid, mis on kas lahendamas raskeid äriprobleeme või muutmas kardinaalselt oma tegevuse iseloomu, sest varasemad plaanid on osutunud ebaedukaiks. Buffetti kogemused on näidanud, et paremaid tulemusi saavutavad need ettevõtted, mis on pakkunud sama toodet või teenust juba mitmeid aastaid. Buffett usub, et suured muutused ja suurepärased tulemused tavaliselt kokku ei käi (Hagstrom 2000:71). Kui ettevõtte on oma toodet või teenust pakkunud järjekindlalt väga kaua aega, siis järelikult on nad turuteadlikumad ning kliendibaas teab nende toodete väärtust.

## **Soodsad pikaajalised tulevikuväljavaated**

Buffetti sõnul jaguneb majandussfäär väikeseks privilegeeritud ettevõtete grupiks ning palju suuremaks tarbekaubandusettevõtete grupiks, millest enamik pole ostmist väärt. Ta defineerib privilegeeritud ettevõtet kui firmat, mille toode või teenus on (1) hädatarvilik või ihaldatav, (2) sel pole ühtegi ligilähedast asendajat ning (3) selle kasutamine ei ole piiratud. Mainitud tunnused lubavad firmal regulaarselt tõsta oma toote või teenuse hinda, ilma et ta peaks muretsema turuosa kaotamise või mahtude vähenemise pärast. Taoline ettevõtte võib tõsta hindu isegi siis, kui nõudlus püsib ühtlasel tasemel ning tootmisvõimsust pole täiel määral ära kasutatud. Selline paindlik hinnapoliitika on üks privilegeeritud ettevõtete tunnusjooni, mis lubab neil teenida investeeritud kapitalilt keskmisest kõrgemaid kasumeid. Teiseks iseloomulikuks tunnuseks on asjaolu, et privilegeeritud firmadel on suurem kogus majanduslikku firmaväärtust, mis võimaldab neil inflatsioonilisele survele paremini vastu panna (Hagstrom 2000:72).

### **1.3.2. Juhtkonda puudutavad tõekspidamised**

Ettevõtte juhtkond on väga tähtis Buffetti jaoks. Ta hindab võimekaid juhte, kes käituvad kui omanikud, kes ei kaota silmist firma tähtsaimat sihti – aktsionäride vara kasvatamist – ning teevad selle eesmärgi saavutamiseks mõistlikke otsuseid. Buffett hindab kõrgelt ka neid juhte, kes suhtuvad täie tõsidusega oma kohustusse anda aktsionäridele täielik ja aus ülevaade firma tegevusest ning kel on piisavalt julgust, et vastu seista nähtusele, mida ta nimetab „institutsionaalseks imperatiiviks“ ehk oma samas tööstusharus tegutsevate kolleegide sõgedaks jäljendamiseks. (Hagstrom 2000:73)

Mõne ettevõtte omandamist kaaludes hindab Buffett rangelt selle juhtkonna kvaliteeti. Ta ütleb, et Berkshire'i (Buffetti varahaldusfirma) poolt ostetavaid firmasid peavad juhtima ausad ja

kompetentsed inimesed, keda ta võib imetleda ja usaldada. Eriti tähtsaks peab ta järgmisi printsiipe (Hagstrom 2000:74):

1. Kas juhtkond on ratsionaalne?
2. Kas juhtkond on aktsionäridega suheldes avameelne?
3. Kas juhtkond hoidub „institutsionaalsest imperatiivist“?

### **Juhtkonna ratsionaalsus**

Juhtkonna tegevuse tähtsaim osa on ettevõtte kapitali paigutamine. Kapitali paigutamine määrab aja jooksul kindlaks aktsionäride vara väärtuse. Ettevõtte kasumi jaotamist puudutav otsus, kas reinvesteerida ettevõttesse või maksta raha aktsionäridele tagasi, on Buffetti meelest ülesanne, mille lahendamiseks on vaja ratsionaalsust ja loogilist mõtlemist (Hagstrom 2000:74).

Kapitali paigutamine on seotud ettevõtte elutsükliga, igas erinevas elutsükli läbimisel muutuvad ettevõtte mahud ja finantsnäitajad. Arengujärgus toimub ettevõtte toote arendamine ja turumahu suurendamine, sel perioodil on ettevõtte kahjumis. Kasvufaasis ettevõtte kasvab kiirelt ning teenib ka kasumit, kuid ettevõtte ei suuda kasumist kasvu finantseerida ning on tihti sunnitud kogu kasumi jaotamata jätma, või ka veel lisaks laenu võtma või uusi aktsiaid emiteerima.

Küpse arengufaasi juures firma kasvutempo aeglustub ning ettevõtte hakkab tootma rohkem raha, kui tal arenemiseks ja tegevuskulude katmiseks vaja läheb. Viimases ehk langusfaasis toimub küll firma müügimahtude ja tulude vähenemine, kuid sellest hoolimata teenib ta ülemäärasel hulgal raha. Nii neljanda kuid eriti just kolmanda etapi juures tekib küsimus, kuidas tekkinud kapitali paigutada.

Kui see lisaraha tagab ettevõttesse reinvesteerimise korral keskmisest kõrgema omakapitali tootlikkuse ehk kapitali hinnast kõrgemat tulu, siis peaks firma kogu oma kasumi jaotamata jätma ning selle reinvesteerima, mis on ainus loogiline teguviis.

Kui aga investeerimistulud on kas keskmised või keskmisest madalamad, kuid toodab oma vajadustest enam raha, võib käituda kolmel erineval moel: (1) ta võib probleemi ignoreerida ja jätkata reinvesteerimist keskmisest madalama tulumääraga, (2) ta võib „osta kasvu“ või (3) maksta raha aktsionäridele tagasi. Siinkohal Buffett uurib hoolikalt taolisel ristteel seisvate juhtide käitumist, sest just siin tuleb ilmsiks, kas juhtkond käitub ratsionaalselt või ebaratsionaalselt (Hagstrom 2000:74-75).

## **Juhtkonna avameelsus**

Buffett hindab kõrgelt juhte, kes annavad oma firma finantsseisust täieliku ja ausa ülevaate, kes on nõus sama varmalt tunnistama oma vigu kui jagama oma edu ning kes on aktsionäridega suheldes alati avameelsed (Hagstrom 2000:76). Tema ise on väga avameelne oma firma (Berkshire Hathaway) aastaaruannetes. Need vastavad igati üldtunnustatud raamatupidamistavade (GAAP) nõuetele, kuid toob välja eraldi ka ettevõtte tulud ning igat laadi muud lisainformatsiooni, mis võiks firma majandustulemusi hindavatele omanikele väärtuslikuks osutada. Samuti Buffett räägib ka oma ning ka Berkshire'i töötajate häid ja halbu tulemusi ja vigu, ning on toonud välja ka soodsad võimalused, mis ta on oma ebaõige käitumise tõttu käest lasknud.

## **Institutsionaalne imperatiiv**

Institutsionaalne imperatiiv – firmajuhtide lemminguid meenutavas omaduses imiteerida teiste juhtide käitumist, ükskõik kui tobe või ebaratsionaalne see ka poleks. Buffett tunnistas selle oma ärikarjääri kõige üllatavamaks avastuseks (Hagstrom 2000:78).

Buffetti sõnul eksisteerib institutsionaalne imperatiiv siis, kui (1) institutsioon hakkab vastu igale muudatusele, mis on suunatud tema praeguse kursi muutmisele; (2) just sel hetkel, kui töömahu laienemine võtab kogu saadaval oleva aja, teostuvad firma projektid või ostutehingud, mis neelavad kogu käepärase raha; (3) iga juhi poolt esitatud äriideed, ükskõik kui rumal see ka poleks, toetavad tema meeskonna poolt kiirelt ettevalmistatud, idee kasumlikkust ja strateegilist tähtsust detailselt kirjeldavad uurimused; (4) konkureerivate firmade käitumist, ükskõik kas nad laienevad, ostavad üles teisi ettevõtteid, määravad juhtide palgatingimusi, jne hakatakse mõttetult imiteerima (Hagstrom 2000:78)

Loogika seisneb selles, et tihti juhid lähevad oma konkurentide jäljendamisega teatud kursi muutustega kaasa, isegi kui see ei ole pikemas perspektiivis kasulik ning kohati teatud muutusega võib ka pankrotti minna.

### **1.3.3. Rahanduslikud tõekspidamised**

Rahanduslikud tõekspidamised, mille abil Buffett hindab nii juhtkonna kvaliteeti kui ka ettevõtte majandustulemusi, põhinevad kõik mõnele Buffettile tüüpiliselt omasele printsiibile. Ta juhendub neljast põhitõest (Hagstrom 2000:80):

1. Keskenduge omakapitali tootlikkusele, aga mitte tuludele aktsia kohta.
2. Ettevõtte tegeliku väärtuse leidmiseks arvutage välja „omanikutulude“ suurus.
3. Otsige kõrge kasumimarginaaliga ettevõtteid.
4. Kontrollige, kas firma on suutnud iga jaotamata kasumi dollari kohta luua vähemalt ühe dollari eest turuväärtust.

### **Omakapitali tootlikkus**

„Juhtkonna majandusliku tulemuslikkuse peamiseks proovikiviks,“ väidab Buffet, „on rakendatud omakapitalilt kõrge tulumäära teenimine (ilma liigse finantsvõimenduse, raamatupidamistrikkide jms. abita), aga mitte aktsia kohta arvestatud tulude püsiv kasv.“ Buffet eelistab hinnata ettevõtte aastatulemusi omakapitali tootlikkuse ehk puhaskasumi ja omakapitali suhte järgi (Hagstrom 2000:80-81).

Siinkohal tuleks võtta arvesse kõiki börsil noteeritud väärtpapereid nominaalväärtuse alusel, mitte turuväärtuse, sest turuhinnad võivad tootlust tunduvalt mõjutada. Buffett rõhutab, et hea ettevõtte peaks suutma näidata head omakapitali tootlikkust ka ilma finantsvõimenduse abita. Firmadesse, mis suudavad näidata head omakapitali tootlikkust vaid suure võla abil, tuleb suhtuda umbusuga (Hagstrom 2000:82). Buffetti jaoks on ihaldatav omakapitali tootlus 14% või kõrgem.

### **„Omanikutulud“**

Buffett kasutab mõistet „omanikutulud“, s.o firma netotulud pluss kulum, kasutamiskõlbmatuks muudetud loodusressursi maksumus, amortisatsioon miinus kapitaalkulud ja selline kogus käibekapitali, mida võiks veel lisaks vaja minna. Buffett tunnistab, et omanikutulude puhul ei saa teha niivõrd täpseid arvutusi, nagu paljud analüütikud nõuavad. Tulevaste kapitaalkulude kalkuleerimine eeldab sageli ligikaudset hinnangut (Hagstrom 2000:83).

### **Kasumimarginaalid**

Buffett leiab, et kui juhtkond ei suuda müüginumbreid kasuminumbriteks konverteerida, võib ka hea ettevõtte näol olla tegemist viletsa investeringuga. Tema kogemused näitavad, et suurte kuludega firmade juhid leiavad tavaliselt üha uusi ettekäändeid, mis lubaksid neil üldkulusid pidevalt suurendada, samal ajal kui väikeste kuludega firmade juhid leiavad alati üha uusi viise, kuidas kulusid veelgi kärpida (Hagstrom 2000:83).



## **Ühe dollari eeldus**

Ühe dollari eelduse kiire test näitab seda, kui hästi on ettevõtte juhtkond kapitali paigutanud. Sest nagu eelnevalt on Buffet ka väitnud, on kompetentse juhi üks tähtsamaid ülesandeid kapitali paigutamine ja teha seda veel efektiivselt.

Kui firma kasutab pikema aja jooksul oma jaotamata kasumit ebaproduktiivselt, siis lõpuks määrab ka aktsiaturg ettevõtte aktsiatele oodatust madalama hinna. Kui aga firma on suutnud teenida kasvanud kapitalilt keskmisest kõrgemat tulu, väljendub see edu tõusvas aktsiahinnas (Hargstrom 2000:84-85).

Selle testi kohaselt peaks ettevõtte turuväärtus aastas tõusma sama palju, kui on jaotamata kasumi kogusumma. „Iga jaotamata kasumi dollari kohta luuakse vähemalt ühe dollari eest turuväärtust“ (Hagstrom 2000:85).

### **1.3.4. Turutõekspidamised**

Kõik tõekspidamistes siiani kirjeldatud printsiibid viivad meid lõpuks välja ühe otsuse juurde: kas teatud firma aktsiaid tasub osta või mitte. Siinkohal peaksime kaaluma kahte tegurit: kas ettevõtte on väärtuslik ja kas käesolev hetk on ostmiseks ka sobilik.

Eelnevates peatükkides kirjeldatu puudutasid ettevõtte tegelikku väärtust. Antud peatükis vaadeldakse aga ettevõtte turuväärtust, mis enamasti on tegelikust väärtusest erinev. Turuväärtuse leitakse lihtsa valemi kujul – noteeritud ettevõtte puhul võetakse välja lastud aktsiate arv ning korrutatakse see aktsia hetke turuhinnaga.

Kui ettevõtte hind on madalam, kui väärtus aktsia kohta, siis ratsionaalne investor on valmis ettevõtte aktsiaid ostma. Kui aga ettevõtte hind on määratud väärtusest kõrgem, siis ratsionaalne investor jätab aktsiad ostmata. Seega tuleks vaadelda kahte komponenti (Hagstrom 2000:85):

1. Milline on ettevõtte väärtus?
2. Kas ettevõtet on võimalik osta hinnaga, mis on tema väärtusega võrreldes selgelt alahinnatud?

### **Tegeliku väärtuse määramine**

Tavaliselt kasutatakse ettevõtte väärtuse määramise juures üht kolmest üldisest mõistest: kas likvideerimisväärtust, pidevalt tegutseva firma väärtust või turumeetodit (Hagstrom 2000:85-86).

Likvideerimisväärtuse all mõeldakse rahasummat, mis jääb üle, kui ettevõtte varad on müüdud ning kõik võlakohustused rahuldatud. Likvideerimisväärtuse arvutamise juures pole vaja teada ettevõtte tulevasi tulusid, sest eeldatakse, et firma lõpetab oma tegevuse (Hagstrom 2000:86).

Tegutseva firma väärtuse hindamisel määratakse kindlaks need tulevased rahavood, mida ettevõtte omanik võiks oodata. Need rahavood hinnatakse seejärel sobiva suhte alusel ümber nii, et nad peegeldaksid firma nüüdisväärtust (Hagstrom 2000:86).

Siis kui tulevasi rahavooge on liiga raske hinnata, kasutavad analüütikud tihti turumeetodit, võrreldes ettevõtet teiste sarnaste börsiettevõtetega ning rakendades sobivaid kordajaid (Hagstrom 2000:86).

Buffett jaoks parim süsteem loodi üle viiekümne aasta tagasi ja seda tegi John Burr Williams oma teoses *The Theory of Investment Value* („Investeerimisväärtuse teooria“). Williamsi teooriat ümber sõnastades ütleb Buffett järgmist: ettevõtte väärtuse määramiseks tuleb leida kõigi firma tulevikus toodetavate netorahavoogude summa ning diskonteerida seda siis sobiva intressimääraga. Buffett ütleb, et sellise hindamissüsteemi alusel saab kõikide ettevõtete majandusseisu võrdselt hinnata (Hagstrom 2000:86).

### **Soodsa hinnaga ostmine**

Buffett märgib, et arusaadavate, heade majandusnäitajate ja aktsionäridesõbraliku juhtkonnaga ettevõtete leidmine ei garanteeri veel edu. Esiteks tuleb firma omandada mõistliku hinna eest ning seejärel peab firma näitama tulemusi, mis vastavad ärilistele ootustele (Hagstrom 2000:88).

Buffetti eesmärgiks ei ole mitte ainult keskmisest kõrgema tootlikkusega ettevõtete leidmine, vaid ka firmade omandamine sellise hinnaga, mis on nende kindlakstehtud väärtusest palju madalam. Graham õpetas Buffettile, et aktsiat võib osta vaid siis, kui selle hinna ja väärtuse erinevuse näol on olemas tugevusvaru (Hagstrom 2000:88).

Tugevusvaru printsiip aitab kahel viisil. Esiteks kaitseb see hinnalangusega seotud riski eest. Kui arvutuste kohaselt ettevõtte väärtus on ainult natukene kõrgem, kui aktsia hind, siis ta ei osta neid aktsiaid, sest võib juhtuda, et on rahavoogu valesti hinnanud ning aktsia hind võib kukkuda ostuhinnast madalamale. Kui aga ostuhinna ja firma tegeliku väärtuse vahel on tugevusvaru kusagil 25%, siis saab algse ostuhinnast tootluse ka juhul, kui ettevõtte väärtus peaks langema pärast ostu 10% (Hagstrom 2000:88).

Teiseks tugevusvaru printsiip loob ka võimalusi teenida aktsiatelt erakorralist tulu. Kui ettevõtte teenib keskmisest kõrgemat tulu, siis kerkib pikema perioodi jooksul kindlasti ka aktsiate väärtus, sest aktsia hinnakäitumine sõltub ettevõtte tuludest. Kui firma omakapitali tootlikkus on pidevalt 15%, siis tõuseb ettevõtte aktsia hind igal aastal kiiremini kui sellise firma aktsia hind, mille omakapitali tootlikkus on 10% (Hagstrom 2000:89).

#### **1.4. Joel Greenblatti metoodika**

Joel Greenblatt on sündinud 13. detsembril 1957. aastal New Yorgis, Great Neck regioonis. Ta on Ameerika akadeemik, riskifondi juht, investor ning kirjanik. Rohkem tuntud kui väärtusinvestor, kes leiutas oma valemi nimega „Maagilise Valemiga Investeerimine“ (*Magic Formula Investing*). Ta soovib investeerida „odavatesse“ ning „headesse“ firmadesse, millel on tugev majanduslik väljavaade, kõrge tulumäär, kasvupotentsiaal ning kõrge investeringute tasuvus. Ta on andnud välja ka kaks *best-seller*’it „You Can Be a Stock Market Genius“ ja „The Little Book That Beats the Market,“ mis on inspireerinud ning muutnud nii mõnegi investori väljavaateid. Tema investeerimisfilosoofia on saanud alguse samuti Benjamin Grahami raamatutest ja meetodist ning lisaks on ta õppinud juurde Doddilt ning Buffettilt.

Investeerimine on olnud alati tema kirg. Ta asutas 1985. aastal riskifondi Gotham Capital, alustades investeerimist 7 miljoni dollariga, millest suurem osa sai ta Michael Milken’i käest.

Nagu Benjamin Graham on öelnud, et „turg on Sinu teenija, mitte Sinu valitseja.“ Sama põhimõtte on näha ka Greenblatti meetodis. Aktsiate hinnad turul kõiguvad palju tihedamini ja volatiilsemalt kui ettevõtte tõeline väärtus, mistõttu väärtusinvestorid näevad selles head võimalust. Greenblatt ei tea, miks need hinnad just nii kõiguvad ning teda ka ei huvita. Selle psühholoogiasse me võiksime kõik panustada, aga see oleks ajaraisk. Greenblatti arvamus on see, et kui teha korralik arvutus ettevõtte väärtuse kohta ning on näha, et turg on ettevõtet alahinnanud, siis varem või hiljem turg „heastab“ selle vea ning investor võidab sellest. Samalaadset lähenemisviisi kasutab ka Warren Buffett.

#### **Maagilise Valemiga Investeerimine (*Magic Formula Investing*)**

„Maagilise Valemiga Investeerimine“ on väärtusinvesteerimise strateegia, ostes „häid, odavaid“ ettevõtteid, mis on ära jaotatud tulumäära ja investeringute tasuvuse järgi.

Investeeringute tasuvust leiab valemiga ROC, mis on täpsemalt ära toodud „Suhtarvude peatükis.“ Investeeritud kapitali tootluse näitaja on arvatud üheks parimaks teguriks, mis näitab ära, kas antud ettevõtte on investorite silmade läbi „hea“ või mitte. Ettevõtted, kes suudavad toota head tootlust investeeritud kapitali suhtes, omavad suurepärasest konkurentsieelist. Näiteks, tugev bränd, hea ärimudel, unikaalne uus toode, mida on raske dublikeerida jne.

Tulumäära tegur näitab ära, kas antud ettevõtte on investori silmade läbi „odav“ ettevõtte või mitte. Greenblatt ütleb, et „aktsiahind võib olla väga volatiilne võrreldes ettevõtte väärtusega, mis on suhteliselt püsiv.“ See annab väärtusinvestoritele võimaluse osta ettevõtte aktsiaid odavalt ning müüa neid kallimalt.

### **Strateegia**

Greenblatt on ära toonud oma raamatus „The Little Book That Beats the Market“ ära spetsiifilised sammud, mida tuleks teha, et kasutada maagilist valemit (Greenblatt 2006:135):

1. Määrata ära minimaalne ettevõtte väärtus, millest allapoole ulatuvaid ettevõtteid ei võtaks arvesse. See võib olla 50 miljonit eurot, või ka 5 miljardit eurot.
2. Sektoriaalne filtreerimine. Finantsasutuste ning kommunaalteenuste sektor tuleks välja arvata, kuna neil on unikaalne finantsiline struktuur.
3. Arvutada välja tulumäär (valem lk 11).
4. Arvutada välja investeeringute tasuvus (valem lk 12).
5. Tulumäära pingerida. Aktsiad järjestada kahanevas järjekorras, võttes arvesse tulumäära. Lisada koha väärtus pingereas.
6. Investeeringute tasuvuse pingerida. Samad aktsiad järjestada samamoodi, arvestades seekord investeeringute tasuvust. Lisada koha väärtus pingereas.
7. Summeerida kohaväärtused ning valida välja aktsiad, millel on väikseim ühine väärtus. Kui ettevõtte asub tulumäära pingereas 122. kohal ning investeeringute tasuvuse pingereas 358. kohal, saab parema ühildatud tulemuse (470), kui ettevõtte, mis asub investeeringute tasuvuse pingereas 1. kohal, aga tulumäära pingereas alles 950. kohal (ühildatud väärtus 951).

Kui eelnevad sammud on tehtud, siis Greenblatt soovib alustada 20-30-ettevõtte aktsia portfelli koostamist, ostes viis kuni seitse aktsiat iga kahe kuni kolme kuud tagant terve aasta vältel. Ta soovib ka, et iga aktsia tuleks maha müüa pärast ühte aastat ning korrata eelnevaid samme reinvesteeringumiseks. Sellist käitumist tuleks korrata pikaajaliselt kusagil 3-5 aastat.

## **2. METOODIKATE RAKENDAMINE AS BALTIKA JA APB APRANGA NÄITEL**

### **2.1. AS Baltika**

#### **Ettevõtte tutvustus**

Baltika Grupp, mille emaettevõtte on AS Baltika, tegeleb rahvusvahelise rõivakaubandusega. Baltika Grupp arendab ja opereerib rõivabrände: Monton, Mosaic, Baltman, Bastioni, Ivo Nikkolo. Lisaks juhib Baltika frantsiisilepingu alusel ka Blue Inc London briti moebrändi poode Baltikumis. Baltika kasutab vertikaalselt integreeritud ärimudelit, mis ühendab rõiva-kollektsioonide loomise, tootmise, hankeahela juhtimise, logistika ja hulgi- ning jaekaubanduse. Baltika Grupil oli 2014. aasta lõpus 128 kauplust, nende hulgas 105 Baltika oma jaevõrku kuuluvat poodi, mis paiknevad Baltikumis ning Venemaal. Baltika frantsiisipartnerid opereerivad poode Hispaanias, Ukrainas, Valgevenes ja Venemaal. Baltika Grupi töötajate arv 2014. aasta 31. detsembri seisuga oli 1 228 (31. detsember 2013: 1 345).

AS Baltika on registreeritud Eesti Vabariigis ja 2014. aasta jooksul tegutses Eestis, Lätis, Leedus, Venemaal, Ukrainas ning frantsiisandjana ka Valgevenes. AS Baltika alla kuuluvad sellised tütarettevõtted nagu OY Baltinia AB, Baltika Sweden AB, OÜ Baltika Tailor, OÜ Baltika TP ja OÜ Baltika Retail ning selle tütarettevõtted OÜ Baltman, SIA Baltika Latvija, UAB Baltika Lietuva, OOO Kompania „Olivia“ ja Baltika Retail Ukraina Ltd.

AS Baltika aktsiad on noteeritud Tallinna Börsil, mis kuulub börsikontserni NASDAQ OMX Group. AS Baltika suuraktsionär ja ainus, kellele kuulub 30,86% aktsiatest, on KJK Fund Sicaf-SIF (ING Luxembourg S.A kontrol).



### Joonis 1 AS Baltika aktsia hinna liikumine ja käive alates 2010. aastast

Allikas: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et>

Baltika missiooniks on luua kvaliteetmoodi, mis võimaldab inimestel ennast väljendada ja end hästi tunda.

Baltika eesmärgiks on olla juhtiv spetsialiseeritud moe jaemüüja Kesk- ja Ida-Euroopa regioonis.

Baltika peab oma strateegilisteks tugevusteks järgnevaid tegureid (Baltika majandusaasta aruanne 2014):

- Kõrgete eesmärkidega õppiv organisatsioon
- Paindlik vertikaalselt integreeritud ärimudel
- Tsentraliseeritud juhtimine koos tugevate turuorganisatsioonidega
- Laia kliendibaasi kattev brändiportfell

### 2014. aasta olulisemad sündmused ja eesmärkide täitmised

Grupi 2014. aasta puhaskahjum oli koos lõpetatud tegevusvaldkonna tulemiga 1,3 miljonit eurot, mille hulgas on kajastatud kahjum Ukraina varade allahindlusest summas 1,1 miljonit eurot. Jätkuvate tegevusvaldkondade aasta tulemuseks kujunes 0,1 miljoni euro suurune puhaskasum (2014: 0,4 miljonit eurot).

Baltikumi aastane jaemüügi kasv oli 8%. Esimesel poolaastal teeniti küll madalamat brutokasumi marginaali, kuid aasta kokkuvõttes segmendi kasum kasvas. Venemaa jaemüük

näitas aasta kokkuvõttes 13%-list kahanemist, mis on arvestades osade kahjumlike kaupluste sulgemist ja rubla valuutakursi nõrgenemist ootuspärane.

2014. aasta üks olulistest tegevussuundadest - teiste kanalite arendamine on olnud tulemuslik – hulgi- ja frantsiisimüügi kasv oli 50% ning e-poe müügikasv 77%. Sealjuures on kasvanud ka nende kanalite kasum.

### **Olulisemad sündmused**

- Baltika sõlmis 13. märtsil frantsiisilepingu Hispaania ettevõttega Mirworld Organization, avamaks esimesi Baltika kaubamärkide poode Hispaanias Tenerife saarel.
- 28. aprillil 2014 toimunud aktsionäride üldkoosolekul heaks kiidetud võlakirjade avalik pakkumine viidi juulis läbi täies mahus kõigi 600 pakutud võlakirja osas, kogusummas 3 000 000 eurot. Kolme-aastased võlakirjad kannavad 6,5% intressi aastas.
- 29. aprillil 2014 sõlmis Baltika lepingu, millega Baltika Retail Ukraina Ltd (BRU) müüdi osahingule Ellipse Group, mille omanikuks on seni Baltika Ida-Euroopa nõunikuna tegutsenud Boriss Loifenfeld. BRU jätkab koostööd Baltikaga frantsiisipartnerina, 29. aprillil sõlmiti koostööleping järgmiseks viieks aastaks. BRU varad ja kohustused müüdi BRU bilansilise väärtuse lähedal ning peale müügitehingut on Baltikal nõue BRU vastu, mille tasumise osas on kokku lepitud viieaastane maksegraafik. Nõue on tagatud BRU varadele seatud kommerts pandiga. Nõude laekumine sõltub Ukraina majanduse arengust ja ettevõtte äritulemuste paranemisest.
- Alates augustist laienes varem vaid Montoni brändi realiseerinud e-pood kõiki Baltika brände esindavaks. Uue tehnilise lahendusega veebipood andmorefashion.com tagab rahvusvahelise ostuvõimaluse laiemale hulgale klientidest. Aasta lõpus laienes veebipoodi ka uus püsiklientide boonussprogramm AndMore. E-kanalil on oluline roll ka jaepoodide toetamisel klientide eelostlemise keskkonnana.
- Baltika sõlmis septembri alguses frantsiisilepingu Venemaa ettevõttega Gold Button Baltika brändide esinduskaupluste avamiseks Venemaal. Partner oli aasta lõpuks avanud brändide Baltman, Ivo Nikkolo, Monton ja Bastion esinduskauplused Moskvas.

### **Eesmärkide täitmised**

- Baltikumi turul positsiooni kindlustamine ja müükide kasvatamine. Baltikumi turul positsiooni kindlustamise nimel tehti mitmetes poodides vajalikke uuendusi ja võeti kasutusele uus püsikliendi boonussprogramm. Baltikumi müügitulu kasvas 2014. aastal

8% ehk 3,1 miljoni euro võrra. Samuti kasvasid nii segmendi brutokasum kui puhaskasum.

- Ida-Euroopa segmendi otseste riskide vähendamine. Aprilli lõpus väljuti Ukraina jaemüügi ärist. Ukraina turul opereerimine jätkub partneri poolt frantsiisilepingu alusel. Suleti ka Venemaa jaevõrgus kolm poodi.
- Eelisarendada teisi kanaleid ja kasvatada jõuliselt müügitulusid nii olemasolevate kui uute hulgi- ja frantsiisilepingute kaudu. Baltika sõlmis frantsiisiandjana esimese lepingu 2013. aastal. 2014. aasta lõpuks oli frantsiisipoodide arv kasvanud 23 poeni. Hulgi- ja frantsiisimüügi tulud kasvasid 2014. aastal 50% ehk 1,7 miljoni euro võrra.
- E-kaubanduse arendamine – grupi teiste brändide kättesaadavaks tegemine e-poe kaudu. Augustis lansseeris Baltika e-poe andmorefashion.com, kuhu on koondatud kõik viis Baltika brändi: Monton, Mosaic, Ivo Nikkolo, Bastion ja Baltman. Peale lanseerimist on e-poe müügid oluliselt kasvanud: kui esimese poolaasta müügikasv oli 41%, siis teise poolaasta kasv kahekordistus 98%-ni.
- Finantspositsiooni tugevdamine. Läbi viidud võlakirjade emissiooniga saadi vajalik lisafinantseering, millest enamus investeeriti käibekapitali. 31. detsembri 2014 seisuga on paranenud lühiajaline finantspositsioon ning likviidsuskordaja on 1,6 võrreldes 1,5-ga 2013. aasta lõpus.

## **2.2. Apranga APB**

### **Ettevõtte tutvustus**

Apranga Grupp on Baltimaade üks juhtivamaid rõivakaubandusega tegelev ettevõtte, kellel on partnerlus kuulsate ülemaailmsete brändidega. Apranga Grupp koosneb emaettevõttest Apranga APB-st ning 17-st tütarettevõttest. Apranga Grupp haldab erinevaid brände üle Leedu, Läti ja Eesti. Sinna kuuluvad sellised brändid nagu Aldo, Bershka, Desigual Mango, Mexx, Promod, Tom Tailor, Armani Jeans, Emporio Armani, Burberry, Hugo Boss jne. Kokku on 200 brändi 6 erineva segmendi all. Apranga Grupil oli 2014. aasta lõpus 161 kauplust, millest 97 kauplust Leedus, 44 kauplust Lätis ning 20 kauplust Eestis. Grupi töötajate arv 2014. aasta 31. detsembri seisuga oli 1 876.



Apranga APB aktsiad on noteeritud Vilniuse Börsil, mis kuulub börsikontserni NASDAQ OMX Group. Apranga Grupi suuraksionär ja ainus, kellele kuulub üle 50% aktsiatest, on UAB MG Baltic Investment. Teine suurim osa on 10,70% ning see kuulub Eesti Swedbanki klientidele.



## Joonis 2 Apranga APB aktsia hinna liikumine ja käive alates 2010. aastast

Allikas: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et>

Apranga äri filosoofia on (Apranga majandusaasta aruanne 2014):

- Töötada ja püüda töötada ainult kiiresti-kasvavate, kaubanduslikult kõige edukamate ülemaailmsete brändide ja poekettidega erinevatel turgudel ning mis on vastuvõetavad nende endi turul.
- Mitte kunagi teha kompromissi asukoha suhtes. Alati peavad olema parimad asukohad („Asukoht on rahast palju tähtsam“)
- Seadistada kõik kauplused Euroopa kõige kõrgemate disaini ja tehnoloogia nõuete järgi.
- Püüda kasutada heas mõttes ilmselge turuliidri võimu, samuti ka kiireid arenguvõimalusi antud konkurentsi tingimustes.

## 2014. aasta olulisemad sündmused ja eesmärkide täitmised

Kuigi 2014.ndal aastal oli tunda konkrentsis selget tõusu, suutis Apranga säilitada fookust kordamaks oma eelmise aasta rekordtulemusi, edasisi arenguid ja kaasajastamist jaeketis, müügi tõusu ning Grupi konkrentsivõime tugevdamist.

2014. ning ka eelmistel aastatel, on Apranga Grupp olnud kasumlik kõigis kolme Balti riigis. Grupi brutorentaablus oli 2014. aastal 47% kandis nagu ka 2013. aastal. 2014. aastal brutomarginaal langes natukene, samamoodi ka ärirentaablus. Lätis ja Eestis brutomarginaal tõusis tänu uute poodide avamistele. Kõrgete tegevuskulude tõusu tõttu, jäi kokkuvõttes kõigi kolme riigi ärikasum siiski samale tasemele nagu need olid 2013. aastal, ligemale 8-10% juurde.

Apranga Grupi jaeketi käive oli 633,5 miljonit litti (koos käibemaksuga) ning see tähendas 8,5% suuremat käivet kui 2013. aastal. Vaatamata geopoliitilistele ebakindlustele, Balti riiete turu konkurentsi tõusule ning ebasoodsad ilmastikud (eriti septembrist detsembrini), suutis Apranga Grupp ületada oma planeeritud käivet 1% võrra (5,5 miljonit litti).

Sellest käibest 60,5% moodustas Leedu turg, ületades 2013. aasta käibe 4,5% võrra, saavutades kokku 383 miljonit litti. Vaatamata käibe tõusule Leedu turul, vähenes Leedu turu osakaal kogu käibest 2,3% võrra, mis tähendab, et nii Läti kui ka Eesti turult saadud käive oli veelgi suurem. Läti ja Eesti turu käive oli kokku 250,5 miljonit litti, mis on 15,3% suurem kui see oli 2013. aastal. Lätis tõusis käive 12,5% ning Eestis tõusis 20,8% võrreldes 2013. aastaga. See tähendab, et kõrgema tõusu saavutas Eesti turg, mis peamiselt tulenes sellest, et Eestis avati 7 uut poodi ning sulgeti 2 poodi.

Ettevõtte viimaste aastate strateegia, tugevalt arendada äriklassi ja luksusliku riiete keti poolt, õigustas end ning aitas hoida tugevat käibe kasvu. 2014. ndal aastal äriklassi ja luksusliku stiiliga poed kasvatasid oma käibeid vastavalt 20,8% ja 19,5%. Võrreldes 2013. aastaga, on äriklassi poed suutnud kasvatada käivet koguni 67,5% ja luksusliku stiiliga poed ligemale 45% võrra. Tõusud on saavutatud peamiselt uute poodide avamisega (Burberry, Armani Jeans, Massimo Dutti) ning ka üleüldine tarbimine nendes segmentides.

Tänu eelnevalt ära toodud kõrgetele käibe tõusudele, suutis Apranga Grupp saavutada 45,8 miljoni liti kasumi enne tulumaksu, mis on 1% suurem kui 2013. aastal.

2015. aasta eesmärk on saavutada 704 miljoni liti suurune käive (koos käibemaksuga), või 11% rohkem, kui 2014 aasta käive. Apranga Grupp planeerib avada või rekonstrueerida 16-20 poodi ja investeeringute summad on eelarvestatud kusagil 20-25 miljoni liti vahele.

## **2.3. Baltika ja Apranga võrdlus Buffetti meetodiga**

Järgnevalt võrreldakse kahte ettevõtet Baltikat ja Aprangat vastavalt Buffetti põhimõtetele. Võrdluspunktid on laiemalt kirjeldatud esimeses osas.

### **Äritegevust puudutavad põhiprintsiibid**

#### **Lihntne ja arusaadav**

Rõivakaubandusega tegelevate ettevõtete tegevus on kõige üldisemas mõttes arusaadav. Moedisainerid loovad, arendavad ja/või kujundavad mingit stiili moodi tööjoonistel. Edaspidi otsustatakse, kas toode läheb tootmisse või mitte. Seejärel valmistatakse šabloonid järgi lõiked, kavandatakse tööprotsess, selle ülesehitus, materjalid ning õmblemise tehnikate valik. Kui tooted valmis, esitletakse need rahvale, tuues välja poodides kui ka tänapäeval e-poodides. Rõivakaubanduses on ka teine lähenemisviis – frantsiis. Tehes lepingu kellegi rõivatööstusega või disaineriga ning müüd nende brände enda ettevõtte alt.

Baltika tegutseb rõivakaubanduse valdkonnas suhteliselt kitsal skaalal, omades viite brändi ning ühe brändi esindusõigust Baltikumis. Baltika Grupi enda brändid keskenduvad meestele ja naistele, kes hindavad elegantsi, formaalsust ning stiilsust. 2013. aastal lisas Baltika oma portfelli ka brändi Blue Inc., mis pakub stiilsemat vabaajariietust nooremale põlvkonnale, et laiendada oma sihtgruppi (Baltika koduleht). Üldiselt on Baltikal lihtne ärioloogika: disainerid loovad kavandeid, ostetakse sisse kangad ning muud tootmiseks vajalikud asjad ning vastavalt toote ülesehitusele toodetakse see valmis. Edasi logistiliselt saadetakse vastav toode vastavasse poodi ning klient ostab ära. Frantsiisilepingu alusel Baltika on esindusõigusega esindada Blue Inc.-i Baltikumis, mistõttu riidekolleksioonid tulevad Blue Inc.-i kaudu meie poodidesse.

Apranga tegutseb samuti rõivakaubanduse valdkonnas, kuid laiemal skaalal. Apranga Gruppi kuulub ligi 200 brändi ning tegutseb 6 segmendi all. Enamik brändidest on ülemaailmselt tuntud, nagu näiteks Tom Tailor, Hugo Boss, Burberry jne, kelle esindusõigust Apranga omab, et neid Baltimaadel edasi müüa. Autori jaoks on jäänud segaseks asjaolu, et kas Aprangal on ka rõivaste tootmise pool nagu seda on Baltikal. Kodulehel on infot, et neil on Apranga nimeline bränd ning kasumiaruandes on ära toodud müüdud kaupade kulu all ka materjali kulu, kuid konkreetselt ei ole sellest räägitud, et Apranga ise toodab riideid. Siinkohal on asjaolud veidi arusaamatud. (Apranga koduleht)

## **Järjekindel tegevusajalugu**

Buffetti kogemused on näidanud, et paremaid tulemusi saavutavad need ettevõtted, mis on pakkunud sama toodet või teenust juba mitmeid aastaid. Buffett usub, et suured muutused ja suurepärased tulemused tavaliselt kokku ei käi. Kui ettevõtte on oma toodet või teenust pakkunud järjekindlalt väga kaua aega, siis järelkult on nad turuteadlikumad ning kliendibaas teab nende toodete väärtust.

Mõlema ettevõtte puhul on tegemist suhteliselt vana ettevõttega Baltimaades. Baltika on pisut vanem kui Apranga. Baltika asutati 1928. aastal, kui vihmamantlite tootjana ning kandis nime Gentleman. 1959. aastal restructureeriti ettevõtte ja hakkas kandma nime Baltika ning tootmine muutus, hakati tootma meeste ülikondi. Alles 1988. aastal hakkas Baltika tootma naiste rõivastust. 1991. aastal Baltika erastati, lõi esimese meesterõivaste kollektsiooni Baltman ning avas esimese kaupluse Eestis. Edaspidi on loodud erinevaid kollektsioone ja brände ning samuti ka omandatud mõningad brändid. (Baltika koduleht)

1945 – 1992. aastatel oli Apranga riigi omandis ning tootis rõivaid ning jalanõusid, tegeles ainult hulгимүүгига. 1993. aastal erastati Apranga ning registreeriti ettevõtte Apranga APB. Peale seda lõpetati hulгимүүк ning alustati jaemүүги süsteemi arendamist Leedus. Avati ka esimene pood sama nimega. Esimene rahvusvaheline frantsiisileping tuli 2000. aastal ning brändiks oli Mango. Alates sellest hetkest on iga aasta saadud mõne kuulsa ja rahvusvaheliselt tuntud brändi esindusõigus. (Apranga koduleht)

## **Soodsad pikaajalised tulevikuväljavaated**

Buffetti kolm põhimõtet ettevõtte soodsate pikaajaliste tulevikuväljavaadete hindamiseks on: (1) toode või teenus on hädatarvilik või ihaldatav, (2) ettevõtte tootel või teenusel pole ühtegi ligilähedast asendajat ning (3) ettevõtte toote või teenuse kasutamine ei ole piiratud.

1. Rõivastus on inimesele vägagi hädavajalik, samuti ka ihaldusväärne kaup. Inimesed kannavad iga päev erinevatel kellaaegadel erinevaid riietusesemeid. Tööle minekuks on üks komplekt, kodus olemiseks teine komplekt, trenni minekuks kolmas komplekt, magama minekuks mõningad kasutavad neljandat komplekti. Veel tuleb otsustavaks faktoriks ilmastik, mis mõjutab rõivakomplekti valiku otsustamisel. Baltimaades on neil hooaeg – kevad, suvi, sügis ja talv, mistõttu on vaja juba nelja erinevat riietusstiili.
2. Riietusel ligilähedast asendajat ei ole hetkel olemas, küll aga ettevõtteid on palju, kes pakuvad rõivaid, seega konkurents on tihe.

3. Riietusesemeid võib osta piiramatus koguses, ainukesed piirangud on kindlate kollektsioonide kogus ning kliendi finantsiline seis.

Baltika Grupi brände teab arvatavasti iga eestlane. Nende brändide rõivastus on stiilne, moodne ning mugav, kuid hinna ja kvaliteedi suhe annab natukene soovida. Autor ise on käinud Montonis, Mosaic'is ja Baltmanis, kuna Ivo Nikkolo ja Bastion pakuvad ainult naisterõivaid ning sellega pole kokku puuteid olnud. Ülikonnad on väga head ning kvaliteetsed, need sobivad väga hästi selga ning näevad stiilsed. Teevad iga mehe väarikaks. Montonis on kohati leitud riideid, mille kvaliteet ühe hooajaga järele annab. Seda on kuulnud ka teiste klientide suust. See võib pikemas perspektiivis mainele ning ettevõtte käibeale halb olla, kui ei suudeta kvaliteeti parandada.

Apranga Grupi brändide hulka kuuluvad ülemaailmsed brändid, mida väga suur osa populatsioonist teab ja tunneb, kasvõi ainult brändi nimepidi. Aprangal on erinevates segmentides väga head ja kvaliteetsed brändid, mis jagub igale maitsele. Brändide maine on ka tuntumad, kui Baltika brändid, mistõttu on Aprangal eelis Baltika ees.

## **Juhtkonda puudutavad põhiprintsiibid**

### **Juhtkonna ratsionaalsus**

Baltika maksis viimati dividende 2006. aastal oma aktsionäridele. Siinkohal ei ole ka imestada, kuna alates 2008. aastast on ettevõtte olnud kahjumis ning esimene kasum peale majanduskriisi oli 2012. aastal, teenides siis maksueelse kasumina 1,1 miljonit eurot ja puhaskasumina 0,8 miljonit eurot. Baltika aruandes on ära toodud ka kirjeldus, kus on öeldud, et dividende makstakse alles siis, kui Grupp on saavutanud tugeva finantspositsiooni ning piisava investeringuvõimekuse. Tugeva finantspositsiooni üheks näitajaks on netovõla ja omakapitali suhe alla 40% ning piisavate rahaliste vahendite olemasolu (raha ekvivalendid miinus kasutatud arvelduskrediit miinus lühiajalised laenukohustused on üle 1% aktsiate koguarvust). Lisaks sõltub tegelik dividendimäär Grupi rahavoogudest ning arenguperspektiividest ja nende finantseerimise vajadusest.

Apranga on see-eest aga stabiilselt iga-aastaselt (v.a 2008 ja 2009) oma aktsionäridele dividende maksnud. Samal ajal ka stabiilselt laienenud ning uusi brände lisanud oma portfelli. Kasvatades Grupi käivet keskmiselt 10% viimase 5 aasta jooksul ning alates 2005. aastast on käivet suurendatud keskmiselt 13% (arvutuses võeti arvesse ka käibe langused 2009. ja 2010. aastal).

## Juhtkonna avameelsus

Buffett hindab kõrgelt juhte, kes annavad oma firma finantsseisust täieliku ja ausa ülevaate, kes on nõus sama varmalt tunnistama oma vigu kui jagama oma edu ning kes on aktsionäridega suheldes alati avameelsed.

Baltika Grupi juhatus on näidanud oma avameelsust vägagi, juba nende aastaaruanne on piisavalt informatiivne ning investoritele vägagi ülevaatlik, mis Aprangal on aga kehva võitu. Apranga ingliskeelne aastaaruanne on suhteliselt lihtsalt koostatud, aga informatsiooni tegevuste kohta on minimaalselt välja toodud.

## Rahanduslikud põhiprintsiibid

### Omakapitali tootlikkus

„Juhtkonna majandusliku tulemuslikkuse peamiseks proovikiviks,“ väidab Buffet, „on rakendatud omakapitalilt kõrge tulumäära teenimine (ilma liigse finantsvõimenduse, raamatupidamistrikkide jms. abita), aga mitte aktsia kohta arvestatud tulude püsiv kasv.“ Buffet eelistab hinnata ettevõtte aastatulemusi omakapitali tootlikkuse ehk puhaskasumi ja omakapitali suhte järgi.

Mõlemad ettevõtted pole oma eesmärkides eraldi ära toonud omakapitali tootlikkuse eesmäärke. Buffetti jaoks on omakapitali tootlikkus tähtis ning see peaks olema vähemalt 14%. Järgnevalt näidatakse tabelit, kus vaadeldakse kummagi ettevõtte omakapitali tootlikkust.

**Tabel 1 Baltika ja Apranga omakapitali tootlus ja määr**

	2010	2011	2012	2013	2014
Baltika ROE%	-51,25%	-60,90%	7,90%	0,89%	-14,46%
Omakapitali määr %	31,32%	27,64%	43,32%	47,28%	37,80%
Apranga ROE %	11,98%	20,44%	26,48%	25,80%	24,45%
Omakapitali määr%	77,85%	76,38%	71,65%	72,21%	67,55%

Allikas: ettevõtete majandusaasta aruanded (autori arvutused)

Tabelist selgub, et Baltika omakapitali tootlikkus pole lähima 5 aasta jooksul suutnud saavutada üle 14% ning peale majanduskriisi on omakapitali tootlikkus olnud väga suures miinuses, ja suudetud alles 2012. aastal taas plussi poolele tuua. Antud tabelis on näha, et Baltika ei ole suutnud stabiilselt hoida tootlikkust halbadel aegadel, mistõttu aga Apranga on hoidnud omakapitali tootlikkust üle 14%, v.a 2010 aastal, mis näitab, et majanduskriisi järgselt suudeti

edukamalt toime tulla. Ka 2014. aasta Ukraina-Venemaa kriis ei mõjutanud Aprangat, mida ei saa öelda Baltika kohta. Apranga omakapitali määr on samuti väga kõrge, mis tähendab, et võõrkapitali kasutatakse suhteliselt vähe, samas kui Baltika omakapitali määr on keskmiselt alla 40%.

### **„Omanikutulud“**

Buffett kasutab mõistet „omanikutulud“, s.o firma netotulud pluss kulum, kasutamiskõlbmatuks muudetud loodusressursi maksumus, amortisatsioon miinus kapitaalkulud ja selline kogus käibekapitali, mida võiks veel lisaks vaja minna. Baltika ja Apranga puhul tuleks teha antud valem lihtsustatud kujul. Aluseks võeti firma netotulud pluss kulum ja amortisatsioon miinus kapitaalkulud ning pluss-miinus muud mitterahalised kulud.

**Tabel 2 Baltika ja Apranga „omanikutulud“**

	2010	2011	2012	2013	2014
Baltika (milj. €)	-4,43	-2,69	1,50	-1,29	-1,37
Apranga (milj. €)	13,70	7,07	6,65	7,43	1,52

*Allikas:* ettevõtete majandusaasta aruanded (autori arvutused)

Tabelis on näha, et Apranga on suutnud hoida stabiilselt viimase viie aasta jooksul suuremat omanikutulu kui Baltika, kuigi 2010. aastaga võrreldes on see märkimisväärselt vähenenud. Baltikast rääkides on asjaolud olnud omanike jaoks vägagi kehvad viimase viie aasta jooksul, selle perioodil on suudetud teenida ainult ühel aastal kasumit ning ülejäänutel aastatel on omanikud pigem teeninud kahjumit. Kahjum on aga Buffetti jaoks täiesti vastuvõetamatu, nagu ka eelnevalt oli kirjas, ettevõtte peab suutma kasumit teenida, olenemata majandusolukorrast.

### **Kasumimarginaalid**

Kui ühte ettevõtte majandusaasta aruannet vaadata, ei saa me piisavalt infot selle kohta, kas antud ettevõtte kulud on suured, keskmised või väiksed ning kas ettevõtte teeb mittevajalikke kulusid. Selleks tasubki alati võtta sarnased ettevõtted, mistõttu saaks neid omavahel võrrelda ning selle järgi ka hinnata, kumma kulud on väiksemad ning kumma kasumimarginaalid on suuremad. Järgnevas tabelis võrreldakse Baltika ja Apranga marginaale.

**Tabel 3 Baltika ja Apranga marginaalide võrdlus**

Marginaalide võrdlus	2010		2011		2012		2013		2014	
	BLT	APG	BLT	APG	BLT	APG	BLT	APG	BLT	APG
Brutokasumi marginaal	51,8%	44,4%	53,1%	46,9%	54,5%	46,9%	53,5%	46,9%	51,0%	46,8%
Ärikasumi marginaal	-9,0%	5,6%	-8,3%	8,8%	3,5%	10,4%	1,1%	9,7%	1,2%	9,1%
Puhaskasumi marginaal	-12,1%	4,4%	-11,0%	7,4%	1,4%	8,7%	0,2%	8,1%	-2,3%	7,7%
Brutotöötasu müügitulust	27,4%	12,0%	26,8%	13,3%	25,2%	13,1%	24,4%	13,4%	27,6%	14,1%
Üldkulud müügitulust	60,1%	39,1%	56,1%	38,4%	51,3%	36,9%	52,0%	37,6%	49,5%	38,1%

Allikas: ettevõtete majandusaasta aruanded (autori arvutused)

Tabelis on näha, et Baltika on viimase 5 aasta jooksul suutnud hoida brutokasumi marginaali üle 50%, mis on väga hea. See tähendab, et müüdud kaupade kulu on alla 50%. Ning vaadates Apranga brutokasumi marginaali, on need näitajad kehvemad, kui Baltika omad, kuigi Aprangal on siiski enamus brände ülemaailmselt tuntumad ning ka veidi kõrgema hinnaklassiga kui Baltika brandid. Kuid vaadates tabelit edasi, on näha, et teised marginaalid on Aprangal aga ülekaalukamalt paremad kui Baltikal. Juba see, et viimase viie aasta jooksul on Apranga olnud kasumis, mida aga kahjuks ei saa Baltika kohta öelda. Näeme ka, et Baltika ei ole suutnud oma kulusid hoida kontrolli all sama hästi, kui Apranga, sest peaaegu iga-aastaselt on Apranga üldkulud poole väiksema marginaaliga müügitulust, kui on Baltikal.

### Ühe dollari eeldus

Antud juhul tuleks võtta vaatlusesse pikema perioodi, kuna ettevõtte turuväärtus võib kõikuda suures vahemikus. Kuna mõlemad ettevõtted kuuluvad Euroopa Liitu, siis tuleks arvestuses kasutada eurot. Baltika ja Apranga puhul on väga pika perioodi vaatlemine problemaatiline, sest mõlema ettevõtte aastaaruanded on saadaval alates 2005.ndast aastast. Järgnevas tabelis on võrdlus 2005. aasta lõpu ja 2014. aasta lõpu vahel.

Järgnevas tabelis (Tabel 4) on näha kahe ettevõtte vahel märgatavat vahet. Kui Baltika oli 2005. aasta lõpus veel suurema turuväärtusega kui Apranga, siis 2014. aasta lõpuks oli olukord juba hoopis vastupidine. Selle aja jooksul on Baltika kaotanud 32,78 eurot turuväärtust ühe euro jaotamata kasumi kohta. Seevastu aga samal perioodil on Apranga suutnud kasvatada 4,83 eurot ühe euro jaotamata kasumi kohta, kasvatades oma ettevõtte väärtust peaaegu 400% võrra. Imetlusväärne fakt on see, et antud perioodi sisse mahtus ka majanduskriis. Baltika pole sellest siiani toibunud. Mõningatel perioodidel on teenitud küll kasumit, aga turuväärtust on kaotatud, see-eest Apranga on tublisti kasvanud.



**Tabel 4 Turuväärtuse loomine jaotamata kasumi kohta**

	Baltika	Apranga
Turuväärtus 31.12.2005. milj. €	75,70	29,64
Jaotamata kasum 31.12.2005. milj. €	0,84	4,40
Turuväärtus 31.12.2014. milj. €	18,85	144,86
Jaotamata kasum 31.12.2014. milj. €	2,57	28,25
Turuväärtus vähenemine/suurenemine perioodil %	-75,1%	388,7%
Perioodil jaotamata jäetud kasum milj. €	1,74	23,85
Perioodil lisandunud turuväärtus milj. €	-56,85	115,22
Ühe euro eeldus	-32,73	4,83

Allikas: ettevõtete majandusaasta aruanded (autori arvutused)

Tekib mõte, et kas Baltika oli 2005. aastal ülehinnatud ja nüüdseks on tegelik väärtus, või hoopis vastupidi – hetkel on ettevõtte alahinnatud, mistõttu võib tulevikus oodata ettevõtte väärtuse tõusu samale tasemele. Kui see nii on, et hetkel Baltika on alahinnatud, siis võiks olla see just hea hetk Baltika aktsia ostmiseks ning järgnevatel perioodidel oodata aktsiahinna tõusu ja kunagi hea kasumiga maha müüa. Siiski enne spekulereimist ja aktsiate ostmist, tuleks vaadata, milline oleks nende kahe ettevõtte tegelik väärtus Buffetti meetodil ning vaadata, kumb oleks parem aktsia tuleviku mõttes.

## Aktsiaturu põhiprintsiibid

### Tegeliku väärtuse määramine

Buffetti arvates on parimaks tegeliku väärtuse hindamiseks mõeldud meetod diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF), mida võib defineerida kui varadelt oodatavate tulevaste rahavoogude praegust väärtust. Selle meetodi kasutamisel tuleb esmalt prognoosida ettevõtte põhitegevusega seotud tulevase rahavoogusid ning siis diskonteerida need kaalutud keskmise kapitali hinnaga (WACC), et leida rahavoogude nüüdsväärtus. Tulevaste rahavoogude nüüdsväärtus leitakse järgmise valemiga:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (9)$$

kus  $CF$  – vaba rahavoog,

$r$  – riskivaba tulumäär (WACC) (Investopedia.com).

Riskivaba tulumäära leidmiseks, arvutatakse WACC järgneva valemiga:

$$WACC = W_o \times K_o + W_v \times K_v \quad (10)$$

kus  $W$  – vastava kapitali osakaal kogukapitalis,  
 $K$  – vastava kapitali hind,  
 $o$  – omakapital,  
 $v$  – võõrkapital.

Omakapitali hinna arvutamisel on võetud arvesse riskivaba tulumäärana Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlus ümardatuna 0,6%, kuna mõlemad ettevõtted asuvad Euroopas. Ning omakapitali hinna arvutamiseks, läheb vaja veel ajaloolist aktsiate keskmist aastast tootlust, milleks on võetud 5,5% ning ettevõtete vara riskantsuse suhtelist mõõtu ( $\beta$  – beeta), mis on Baltikal 1,2 ning Aprangal 0,9.

Nüüd rakendatakse antud meetod hindamaks Baltika ja Apranga tegelikku väärtust. Kuna aga mõlema ettevõtte puhul on tulevasi rahavoogusid küllaltki raske hinnata, siis kasutatakse erinevaid stsenaariumeid.

### **Stsenaarium 1**

Antud stsenaariumis oletatakse, et järgnevate aastate jooksul mõlemad ettevõtted ei kasva, teenitakse sama palju omanikutulusid, nagu seda tehti 2014. aasta lõpu seisuga. Tabelis 2 on näha, et Baltika teenis 2014. aastal omanikele kahjumit, mistõttu samaviisi jätkates, Baltika sulgeks niipea oma ukse. Kui nüüd olla natukene optimistlikum ja võtta Baltika puhul arvesse 2012. aasta omanikutulud ja eeldatakse, et Baltika suudab alates 2014.ndast aastast teenida sama palju, saadakse Baltika tegelikuks väärtuseks 23,72 miljonit eurot.

$$\text{Tegelik väärtus} = \frac{1,503}{0,0634} = 23,72$$

Seda aga kahjuks ei saa veel tegelikuks väärtuseks nimetada, arvestades fakti, et viimase 5 aasta jooksul on Baltika suutnud ainult 2012. aastal teenida omanikukasumit.

Apranga puhul on asjaolud ilusamad, viimase viie aasta jooksul on teenitud omanikukasumit, kuigi iga-aastaselt vähem, kuid see tuleneb uue põhivara soetamisest. 2014. aastal teenis Apranga 1,52 miljonit eurot omanikukasumit ning oletatakse, et jätkatakse samaviisi, saadakse Apranga tegelikuks väärtuseks 36,95 miljonit eurot.

$$\text{Tegelik väärtus} = \frac{1,52}{0,041} = 36,95$$

Seda samuti ei saa tegelikuks väärtuseks nimetada, sest eelnevalt Tabelis 2 on näha, et eelnevatel aastatel on Apranga suutnud teenida suuremat omanikukasumit. Majandusaasta aruandes on ka näha, et 2014. aastal on Apranga suutnud teenida 146,28 miljonit eurot käivet (2014. aasta lõpus oli Leedus veel rahaühikuks LTL ning seetõttu Apranga aastaaruandes on toodud ära, et 1 € = 3,4528 LTL) (Apranga majandusaasta aruanne 2014:13), millest võib ka järeldada, et ettevõtte on rohkem väärt (Apranga majandusaasta aruanne 2014:5).

## Stsenaarium 2

Teises stsenaariumis eeldatakse mõlemale ettevõttele tõusu. Baltikalt oodatakse järgneva kümne aasta jooksul 3% tõusu. See tundub mõistlik, arvestades Baltika eelnevate aastate keskmist käibe kasvu, mis oli 2,95%, ning Rahandusministeeriumi prognoosi, et eestlaste eratarbimine tõuseb keskmiselt 3,3% järgnevate aastate jooksul (Rahandusministeerium 2015). Peale kümnendat aastat, jätkab 2% tõus.

**Tabel 5 Baltika tegelik väärtus 3% käibe kasvu korral**

Aastad	Käive (mln.)	Omanikutulu (tuh.)	WACC	Nüüdisväärtus (tuh.)
Aasta 1	57,26 €	99,9 €	0,940	93,9 €
Aasta 2	58,98 €	205,9 €	0,884	182,1 €
Aasta 3	60,75 €	318,5 €	0,832	264,9 €
Aasta 4	62,57 €	438,2 €	0,782	342,7 €
Aasta 5	64,45 €	629,7 €	0,735	463,2 €
Aasta 6	66,38 €	965,6 €	0,692	667,8 €
Aasta 7	68,38 €	979,5 €	0,650	637,1 €
Aasta 8	70,43 €	993,9 €	0,612	607,9 €
Aasta 9	72,54 €	1 008,7 €	0,575	580,2 €
Aasta 10	74,72 €	1 024,0 €	0,541	553,9 €
<b>Summa</b>				4 393,8 €
<b>Terminaalväärtus</b>				13 024,8 €
<b>Kokku</b>				17 418,6 €
<b>Netovõlg</b>				6 566,0 €
<b>Turuväärtus</b>				23 984,6 €

Allikas: autori arvutused

Ettevõtte tegeliku väärtuseks saime 17,4 miljonit eurot ja kuna tahetakse näha arvutustest turuväärtust, et leida aktsiahinna siht, siis korrigeeritakse ettevõtte tegelik väärtus hetke netovõlga ning saadakse turuväärtuseks 23,98 miljonit eurot. Sellise kasvu puhul oleks väärtus isegi halvem kui praegu.

Aprangal oodatakse järgneva kümne aasta jooksul 5% käibe kasvu, arvestades fakti, et Leedu eratarbimine on tõusnud 6% võrreldes eelmise aastaga ning viimase viie aastaga lausa 36% (Tradingeconomics.com). Peale kümnendat aasta jätkab 2% tõus.

**Tabel 6 Apranga tegelik väärtus 5% käibe kasvu korral**

Aastad	Käive (mln.)	Omanikutulu (tuh.)	WACC	Nüüdisväärtus (tuh.)
Aasta 1	153,59 €	7 899,8 €	0,961	7 588,4 €
Aasta 2	161,27 €	8 316,5 €	0,923	7 673,8 €
Aasta 3	169,34 €	8 754,1 €	0,886	7 759,2 €
Aasta 4	177,80 €	9 213,5 €	0,851	7 844,5 €
Aasta 5	186,69 €	9 695,9 €	0,818	7 929,9 €
Aasta 6	196,03 €	10 202,4 €	0,786	8 015,2 €
Aasta 7	205,83 €	10 734,3 €	0,755	8 100,7 €
Aasta 8	216,12 €	11 292,7 €	0,725	8 186,2 €
Aasta 9	226,93 €	11 879,0 €	0,696	8 271,8 €
Aasta 10	238,28 €	12 494,7 €	0,669	8 357,6 €
Summa				79 727,4 €
Terminaalväärtus				405 309,9 €
Kokku				485 037,3 €
Netovõlg				- 1 473,5 €
Turuväärtus				483 563,8 €

Allikas: autori arvutused

Sellise stsenaariumi, ehk väikse kasvu kohta, on näha juba suurt erinevust praegusega.

### Stsenaarium 3

Kolmandas stsenaariumis võetakse optimistlikum vaatenurk. Baltikalt loodetakse, et nad saavad peale kriise jalad alla ning suudavad oma käivet kasvatada keskmiselt 6% aastas järgneva kümne aasta jooksul ning peale seda jätkuks 2% tõus.

**Tabel 7 Baltika tegelik väärtus 6% käibe kasvu korral**

Aastad	Käive (mln.)	Omanikutulu (tuh.)	WACC	Nüüdisväärtus (tuh.)
Aasta 1	58,93 €	206,11 €	0,940	193,83 €
Aasta 2	62,47 €	313,41 €	0,884	277,17 €
Aasta 3	66,22 €	434,65 €	0,832	361,48 €
Aasta 4	70,19 €	641,30 €	0,782	501,55 €
Aasta 5	74,40 €	798,57 €	0,735	587,33 €
Aasta 6	78,86 €	1 053,08 €	0,692	728,35 €

**Tabel 7 järg. Baltika tegelik väärtus 6% käibe kasvu korral**

<b>Aasta 7</b>	83,60 €	1 253,46 €	0,650	815,27 €
<b>Aasta 8</b>	88,61 €	1 564,50 €	0,612	956,93 €
<b>Aasta 9</b>	93,93 €	1 628,37 €	0,575	936,63 €
<b>Aasta 10</b>	99,56 €	1 696,07 €	0,541	917,43 €
<b>Summa</b>				6 276,0 €
<b>Terminaalväärtus</b>				21 573,4 €
<b>Kokku</b>				27 849,4 €
<b>Netovõlg</b>				6 566,0 €
<b>Turuväärtus</b>				34 415,3 €

Allikas: autori arvutused

Sellise stsenaariumi korral oleks ilmselgelt märgatav kasv, mis oleks väga positiivne.

Apranga puhul ollakse samuti optimistlikum ning oodatakse 8% kasvu järgneva kümne aasta jooksul ning peale seda jätkub 2% kasv. Kui võtta arvesse eelneva viie aasta keskmist kasvu, mis oli 11%, siis oleks see 8% tõus üsna realistlik, aga see oleks ainult sellise juhul, kui võetakse sihile uued turud, sest Balti turg on piiratud ning ka Baltika sooviks müüa oma tooteid.

**Tabel 8 Apranga tegelik väärtus 8% käibe kasvu korral**

<b>Aastad</b>	<b>Käive (mln.)</b>	<b>Omanikutulu (tuh.)</b>	<b>WACC</b>	<b>Nüüdisväärtus (tuh.)</b>
<b>Aasta 1</b>	157,98 €	9 717,8 €	0,961	9 334,7 €
<b>Aasta 2</b>	170,62 €	10 529,9 €	0,923	9 716,2 €
<b>Aasta 3</b>	184,27 €	11 407,1 €	0,886	10 110,7 €
<b>Aasta 4</b>	199,01 €	12 354,4 €	0,851	10 518,8 €
<b>Aasta 5</b>	214,93 €	13 377,5 €	0,818	10 940,9 €
<b>Aasta 6</b>	232,13 €	14 482,5 €	0,786	11 377,7 €
<b>Aasta 7</b>	250,70 €	15 675,8 €	0,755	11 829,9 €
<b>Aasta 8</b>	270,75 €	16 964,6 €	0,725	12 297,9 €
<b>Aasta 9</b>	292,42 €	18 356,6 €	0,696	12 782,4 €
<b>Aasta 10</b>	315,81 €	19 859,8 €	0,669	13 284,1 €
<b>Summa</b>				112 193,3 €
<b>Terminaalväärtus</b>				644 223,8 €
<b>Kokku</b>				756 417,1 €
<b>Netovõlg</b>				- 1 473,5 €
<b>Turuväärtus</b>				754 943,5 €

Allikas: autori arvutused

Sellise stsenaariumi puhul oleks olukord vägagi positiivne Apranga jaoks, sest tegelik väärtus kasvaks tunduvalt.

## Soodsa hinnaga soetamine

Eelneva punkti juures toodi ära arvutused mõlema ettevõtte tegeliku väärtuse kindlaks tegemiseks ning mõnel juhul olid need ka vägagi positiivsed. Esimese stsenaariumis nägime ära, et ainult ühe aasta baasil ei oleks võimalik ettevõtet hinnata. Kui diskonteeritud rahavoogude meetodiga tehti arvutused omanikukasumi baasil, siis Baltika 2014. aastal teenis kahjumit, mis tähendaks, et järgnevate aastate jooksul Baltika lõpetaks oma tegevuse. Võttes arvesse aga ainukese perioodi viimase viie aasta jooksul, kus Baltika teenis omanikukasumit, saadi tegelikuks väärtuseks 23,72 miljonit eurot, mis oleks aga 25% suurem, kui 2014. aasta lõpu seisuga. Aprangal on olukord ilusam, viimase viie aastaga on ettevõtet tublisti kasvatatud ning teenitud ilusti kasumit, ja viimaste aastate jooksul on ka seda investeeritud ettevõttesse, et veelgi laieneda ja kasvada. Viimase aasta omanikukasum oli aga üpris väike, arvestades teisi aastaid ja seda sellepärast, et soetati põhivara, mistõttu ainult selle baasil arvutades, saadi firma väärtuseks 36,95 miljonit eurot, mis tähendaks, et ettevõtte oleks kõvasti ülehinnatud. Selle tõttu võeti samuti 2012. aasta seisuga omanikukasum, mille summa võib ka nimetada viimase viie aasta keskmiseks, saadi tegelik väärtus 162,13 miljonit eurot. Ehk ettevõtte on 2014. aasta lõpu turuväärtusega võrreldes alahinnatud. Seda stsenaariumit võis pidada ka kõige konservatiivsemaks, sest siin ei võetud arvesse käibe kasvu, vaid keskelt läbi viimase viie aasta omanikukasumit. Selle kohaselt võiks öelda, et Apranga on alahinnatud ning Baltikaga on asjalood keerulised.

Kõige optimistlikumaks peetakse kolmandat stsenaariumit, kus loodetakse, et mõlemad ettevõtted kasvavad jõudsalt ning tõstavad oma tegelikku väärtust kõrgele. Baltika puhul oleks tugevusvaru 35,4% ning Apranga puhul koguni 403,45%.

Autori arvates kõige mõistlikumaks võib pidada teist stsenaariumit, kus Baltika suudab end tõestada ning kasvatada järgnevate aastate jooksul oma käivet 3% ning tuua omanikele ka head tulu. Selle kohaselt oleks muidugi Baltika natukene ülehinnatud, mistõttu hetkel ei ole veel Buffetti arvates soodne hind ostmiseks. Apranga puhul 5%-line käibe tõus on samuti reaalne, sest kindlasti järgnevate aastate jooksul suudetakse jätkata samasugust kasvu nagu viimaste aastate jooksul ning laieneda veelgi, kuid kuna Balti turg on limiteeritud, siis mingi hetk kasv aeglustub, kui just ei vallutata uusi turge. Siinkohal võiks öelda, et Apranga on alahinnatud ning tugevusvaru oleks ligi 222,48%.

Autor lisab siinkohal ära ka fakti, et Apranga maksab regulaarselt iga aasta ka dividende, mida Baltika pole ammu teinud. Kuigi Buffett ei ole võtnud dividenditootlust oma põhipunktiks, on ta siiski maininud, et ka need on tähtsad. See teeb Apranga veelgi atraktiivsemaks arvutuste kohaselt. Ainult 2009-2010 perioodil Apranga ei maksnud, kuna 2009. aastal teenis Apranga kahjumit.

**Tabel 9 Apranga dividenditootlus**

<b>Dividenditootlus</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Aktsiahind EUR	2,071	1,454	2,13	2,6	2,62
Dividend ühe aktsia kohta EUR	0	0,0724	0,1072	0,1593	0,1448
Tootlus		5,0%	5,0%	6,1%	5,5%

Allikas: ettevõtte majandusaasta aruanne (autori arvutused)

## **2.4. Baltika ja Apranga võrdlus Greenblatti meetodiga**

Eelnevalt selgitati ära Warren Buffetti meetodika, millest lähtuda, kui investeerida mingisse ettevõttesse. Tema ideaaliks oli ettevõtte, mis oli „hea“ ning „odav.“ Sarnase põhimõttega on Joel Greenblatt, kes on võtnud enda iidoliks Grahami ning Buffetti enda, ja nende põhimõtete abil välja töötanud oma maagilise valemi, mida järgides on võimalik saavutada hea tootlusega portfelli. Strateegia selgitus on ära toodud diplomitöö peatükis 1.4, antud peatükis autor rakendab teooriat kahe ettevõtte peal – Baltika ja Apranga. Kuna aga antud strateegia eeldab rohkemaid ettevõtteid kui ainult kahte, siis võetakse lisaks võrdluseks veel mitu samaväärset ettevõtet.

### **Strateegia**

Greenblatt on kirjutanud mitu erinevat raamatut, kuidas võita turgu ning on kirjutanud väga konkreetselt 7 sammu, mida tuleks teha järgneva 3-5 aasta jooksul.

Kõigepealt tuleks ära määrata minimaalne ettevõtte väärtus, millest allapoole ulatuvaid ettevõtteid ei võtaks arvesse. Siis ei peaks võtma arvesse kõiki ettevõtteid ning Joel ise arvab, et tuleks võtta just ühed edukamad ettevõtted, mille väärtused ulatuvad tavaliselt miljarditesse.

Ettevõtte turuväärtuse leitakse, korrutades aktsiate arv aktsia turuhinnaga. 2014. aasta lõpu seisuga oli Baltika ettevõtte turuväärtus 18,85 miljonit eurot ning Apranga ettevõtte turuväärtus 144,86 miljonit eurot. Seega antud juhul jääb minimaalseks summa 18 miljonit eurot.

Teiseks tuleks ettevõtteid ära filtreerida, valida konkreetne sektor ning võtta ainult need ettevõtteid esmaseks vaatluseks. Baltika ja Apranga on laiemas mõttes jae- ja hulgimüüjad, kitsamalt kuuluvad nad rõivakaubanduse sektorisse. Valik oli autori jaoks lihtne, kuna autor soovis vaatlusele võtta kindlasti Balti börsil olevad ettevõtteid ning kuna Balti börs on väike, siis kaks omavahel konkureerivat ettevõtet on Baltika ja Apranga, kes kuuluvad sektoriaalselt samasse ärisse. Lisaks pingerea jaoks on autor valinud veel juurde 6 rahvusvahelist ettevõtet, et teada saada, kus paiknevad Baltika ja Apranga.

Järgnevalt tuleks arvutada antud ettevõtete tulumäärad ning investeeringute tasuvused, et need hiljem arvutuste kohasel pingerritta seada. Lisatakse juurde ka koha väärtus antud pingereas.

**Tabel 10 Ettevõtete tulumäära pingerrida kahanevas järjekorras**

Positsioon	Ettevõte	Tulumäär
1.	Debenhams PLC	10,57%
2.	Apranga APB	9,21%
3.	Next PLC	7,03%
4.	Marks & Spencer Group PLC	6,66%
5.	H&M AB	5,00%
6.	Inditex SA	4,13%
7.	Baltika AS	2,57%
8.	Esprit Holdings LTD	0,29%

Allikas: autori arvutused

**Tabel 11 Ettevõtete investeeringute tasuvuse pingerrida kahanevas järjekorras**

Positsioon	Ettevõte	ROC
1.	Next PLC	65,88%
2.	H&M AB	52,66%
3.	Inditex SA	34,03%
4.	Debenhams PLC	30,80%
5.	Apranga APB	28,96%
6.	Marks & Spencer Group PLC	15,97%
7.	Baltika AS	9,22%
8.	Esprit Holdings LTD	0,34%

Allikas: autori arvutused

Kui arvutused on tehtud ja pingeread on moodustatud, tuleks kohaväärtused summeerida ning moodustada uus pingerrida, kus on eespool ettevõtet, kellel on väikseim ühine väärtus. Näiteks, kui ettevõtte asub tulumäära pingereas 3. kohal ning investeeringute tasuvuse pingereas 4. kohal,



saab see ettevõtte parema ühildatud tulemuse (7), kui ettevõtte, mis asub tulumäära pingereas 1. kohal, aga investeringute tasuvuse pingereas alles 8. kohal (ühildatud väärtus 9).

**Tabel 12 Ühildatud väärtuste pingerida**

Positsioon	Ettevõtte	Väärtus
1.	Next PLC	4
2.	Debenhams PLC	5
3.	Apranga APB	7
4.	H&M AB	7
5.	Inditex SA	9
6.	Marks & Spencer Group PLC	10
7.	Baltika AS	14
8.	Esprit Holdings LTD	16

Allikas: autori arvutused

Siinkohal Greenblatt alustaks mitme ettevõtte aktsia portfelli koostamist, kus ostaks viis kuni seitse aktsiat iga kahe kuni kolme kuu tagant terve aasta vältel ning iga aktsia tuleks maha müüa pärast ühte aastat ning siis korrata uuesti eelnevaid samme reinvesteerimiseks. Sellist käitumist tuleks korrata pikaajaliselt kusagil 3-5 aastat.

Antud tabel oleks küll Greenblatti jaoks väike, sest see ei too ülemaailmselt tervikliku pilti silme ette, kuid antud töös vaadeldakse ainult kahte ettevõtet, mistõttu ei peetud vajalikuks pingerida suurendada.

## 2.5. Järeldused ja ettepanekud

Kahe fundamentaalse analüüsi rakendajate meetodikate kohaselt on saadud järelduseks, et üks ettevõtte on investori silmis atraktiivsem, kui teine. Milline siis?

Buffetti silmade läbi tundus atraktiivsem Apranga, sest peaaegu igas aspektis oli Apranga Baltikast üle. Lihtsuse ja arusaadavuse aspektis tundus Baltika arusaadavam olevat, sest nende majandusaasta aruanne oli väga detailne ja hästi vormistatud. Aprangal oli veidi segane ning ka visuaalselt häirivam, jäi arusaamatuks, kas Apranga toodab ka ise rõivaid või mitte. Aga muidu ettevõtte mudel on Aprangal lihtsam, pakkudes esindusõiguste abil Balti turul rahvusvahelisi rõivabrände.

Tegevusajalugu küündib mõlemal Balti turu mõttes küllaltki kaugele, kuigi konkreetset jaemüügiga alustati 1990-ndatel. Kahjuks siinkohal jääb Baltika Aprangale alla, sest majandusaasta aruande numbrid näitavad, et Baltika pole suutnud kriisiolukordades välja tulla ning rabeleb kasumi-kahjumi piirimail.

Tuleviku perspektiivis on mõlemal soodsad väljavaated. Riiete kandmine ei lõppe veel niipea, kui just ei tule mingit innovaatilist suunda. Mood liigub edasi ning inimesed vahetavad oma riidekapi sisu pidevalt. Siinkohal võib positiivse faktina ära tuua ka selle, et Baltika sõlmis 2014. aastal frantsiisilepingu Hispaania ja Venemaa ettevõtetega, mis võib tulevastel aastatel positiivsemaid tulemusi tuua. Ning Apranga viimaste aastate strateegia, tugevalt arendada äriklassi ja luksusliku riiete keti poolt, õigustas end ning aitas hoida tugevat käibe kasvu.

Juhtkond tundub olevat Apranga ka parem, sest viimaste aastate jooksul on suudetud näidata positiivset stabiilselt tõusu, samal ajal hoides kulusid kontrolli all ning kasvatades omanike varasid, mida üks juhtkond peakski tegema. Baltika kahjuks samaga vastata ei saa, viimaste aastate jooksul on tekitatud kahjumit, kuigi ettevõtte käive on tõusnud.

Ka omakapitali tootlikkus näitab, et Apranga juhtkond on suutnud rakendada omakapitalilt kõrgemat tulumäära. Kui Buffetti arvates peaks omakapitali tootlikkus olema vähemalt 14%, siis Baltika pole seda suutnud teha viimase kaheksa aasta jooksul kordagi. Ka väiksem omakapitali määr näitab, et Baltikal on suuremad võlakoormused, kui Aprangal, kes on suutnud viimase kaheksa aasta jooksul hoida tootlikkust keskmiselt 17% ning võlakoormus on tunduvalt väiksem kui Baltikal.

Buffetti jaoks on tähtis ka „omanikutulu.“ Siinkohal teeb Apranga selgelt Baltikale silmad ette, sest viimase viie aasta jooksul on Baltika ainult ühe korra olnud kasumis. Apranga pole aga see-eest kordagi negatiivset numbrit näinud. Marginaalide kohapealt on sama situatsioon. Kuigi Baltika brutokasumimarginaal on parem, kui Aprangal, mis näitab, et müüdü toodangu kulud on väiksemad, siis edaspidi on Apranga suutnud paremini oma kulusid kontrolli all hoida, sest Baltika äri- ja puhaskasumi marginaalid on väga kesised. Need tulenevad suurtest üld- ja tööjõukuludest.

Ühe euro eelduse kohaselt on Baltika suuresti põrunud. Kui Apranga on alates 2005.ndast aastast suutnud oma turuväärtust kasvatada pea viie kordselt ühe jaotamata kasumieuro kohta, siis Baltika on kaotanud oma turuväärtust ligi 30 korda ühe jaotamata kasumieuro kohta.

Tegelikult väärtuse realistlikuma stsenaariumi kohaselt on Baltika isegi veidi ülehinnatud, mis võib tähendada, et lähiajal võib ettevõtte väärtus veelgi langeda. Apranga aga on alahinnatud ning tugevusvaru oleks lausa 222,48%, mistõttu tundub olevat soodne hind ostmiseks.

Tasuks lisada ka fakti, et Apranga on maksnud regulaarselt dividende, mis teeb ta veelgi atraktiivsemaks.

Peale pikka arutelu ja hinnangut, on aru saada, et Buffett hindab vägagi detailselt ning põhjalikult igat ettevõtet enne, kui oma otsuse teeb. Greenblatt on aga teist sorti mees. Tema meetodika põhineb kahe suhtarvu baasil ning on tunduvalt lühem ja vähem aega nõudev. Tema jaoks annavad kogu informatsiooni kaks arvu, mille baasil ta teeb otsuse. Nendeks on tulumäär ja investeeringute tasuvus. Autori arvutuste kohaselt saadi kaks pingerida, kuhu kaasati ka mõningad rahvusvahelised ettevõtted, et näha ära, kus asetsevad antud töö vaatluse all olevad ettevõtted.

Tulumäära pingereas on näha, et Apranga oli palju paremas positsioonil, kui Baltika, saades teise koha väärtuse ning tulumääraks 9,21%. Baltika oli aga eelviimasel kohal ning tulumäär oli 2,57%.

Investeeringute tasuvuse pingereas Apranga langes kohaväärtuse suhtes, Baltika jäi samale positsioonile, aga tasuvuse poole pealt oli vahe ikkagi märgatavam. Aprangal oli investeeringute tasuvus 28,96% ning Baltikal 9,22%.

Ning kui võtta need kaks pingerida kokku ja liita mõlema kohaväärtused, saadi Apranga positsiooniks kolmanda koha, mis antud pingereas võib öelda, et on väga hea.

Autori arvates, kui vaadata läbi Buffetti silmade, oleks Apranga hea investeering ning Baltika tegevusi tuleks järgnevatel aastatel jälgida, kas nende tegevuses miskit muutub ning siis edasi vaadata.

Kui vaadata läbi Greenblatti silmade, siis nende kahe ettevõtte vahel valides, oleks samuti Apranga parem investeering. Kuid kui võrrelda rahvusvaheliste ettevõtetega, siis Greenblatt valiks hoopis Next PLC'i, sest Next saavutas kahe pingerea tõttu esimese koha ning tema investeeringute tasuvus on 65%. Greenblatt on maininud, et tema jaoks peaks investeeringute tasuvus olema vähemalt 50%.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö eesmärk oli fundamentaalse analüüsi strateegiaid kasutades leida AS Baltika ja AS Apranga näitel investeerimiskõlbulikum aktsia.

Esimeses osas toodi ära fundamentaalse analüüsi olemus. Fundamentaalne analüüs tähendab ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimist ning prognoosimist eesmärgiga leida turu poolt alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid. Seda analüüsi kasutavad ka kaks investorit – Warren Buffett ja Joel Greenblatt, kelle meetodid on suuresti välja kujunenud Benjamin Grahami põhimõtetest. Mõlema mehe põhimõte on osta kvaliteetne ettevõtte „odavalt,“ siis kui turg on ettevõtet alahinnanud ning pikemas perspektiivis sellest kasu lõigata.

Warren Buffett jälgib ettevõttel igat aspekti – äritegevust, juhtkonda, finantsilist poolt kui ka turu seisut. Edukas ettevõtte peab olema lihtne ja kergesti arusaadav, järjekindla tegevusajalooga ning soodsa pikaajalise väljavaatega. Juhtkond peab olema ratsionaalne, avameelne ning suutma kasvatada ettevõtte väärust ning omanike varasid. Samuti peab ettevõttel olema hea omakapitali tootlikkus, head kasumimarginaalid ning kulud võimalikult väikesed. Buffett rõhutab, et hea ettevõtte peaks suutma näidata head omakapitali tootlikkust ja seda veel ilma finantsvõimenduse abita. Aga arusaadavate, heade majandusnäitajate ja aktsionäridesõbraliku juhtkonnaga ettevõtted ei garanteeri investorile veel edu. Firma tuleks omandada ka mõistliku hinna eest ning seejärel peab firma näitama tulemusi, mis vastavad ärilistele ootustele.

Joel Greenblatt on loonud aga omaladse süsteemi, hindamaks tasuvat ning head investeeringut. Tema soovib võtta vaatluse alla kindla sektori ettevõtted, mis on enda poolt ette määratud minimaalsest turuväärtusest kõrgemal ning panna need pingeritta, arvutades välja tulumäära ning investeeringute tasuvuse kordajad. Kahe tabeli koostöös näeb ära, mis ettevõtte on edukam ning tasuks osta, ja mis ettevõtte tulevikus hakkab oma väärtust kaotama ning tuleks „lühikeseks müüa.“ Ta väidab, et on suutnud antud meetodikaga näidata turu keskmisest tootlusest paremat tootlust, keskmiselt 40% aastas aastatel 1985-2005 (Basehitinvesting.com).

Lõputöö teises osas on võrreldud kahe Balti turul omavahel konkureerivat rõivaste jaemüüjat nii Buffetti kui ka Greenblatti meetodikate kohaselt. Nendeks on Baltika ja Apranga. Mõlemad on

noteeritud Tallinna börsil, mistõttu on andmed kergesti kättesaadavad ning tulevikus on võimalik ka antud lõputöö järeldusi kontrollida.

Võrreldes neid kahte Buffetti meetodikaga, siis alguses olid antud ettevõtted mõningates punktides sarnased. Mõlemad on kergesti arusaadavad, järjekindel ja pika tegevusajalooga ning soodsate pikaajaliste tulevikuväljavaadetega.

Juhtkonna poole pealt tulevad aga erinevused sisse. Apranga juhtkond on oma vaba kapitali hästi paigutanud ning seetõttu ka laienenud ja kasvanud, kasvatades viimase viie aasta jooksul Grupi käivet keskmiselt 10%. Baltika on samuti käivet kasvatanud, kuid kasumisse on jõutud ainult ühel korral. Ja see on ka üks põhjuseid, millega on kaasnenud ettevõtte turuväärtuse langus.

Seda on näidanud ka omakapitali tootlikkus, omanikutulu summades ning kasumimarginaalides, kus Apranga näitajad olid tunduvalt paremad kui Baltika omad. Isegi peale majanduskriisi on Apranga suutnud taastuda kiiremini kui Baltika.

Tegeliku väärtuse hindamisel saadi teada, et Apranga oleks soodsam ja parem variant investeerimiseks, sest ka kõige konservatiivsema stsenaariumi puhul oleks tugevusvaru 10,8%. Baltikal oleks piisav tugevusvaru alles kõige optimistlikuma stsenaariumi puhul ja seda ka kõigest 35,4%, mis ei ole kõige atraktiivsem, kui võtta arvesse, et realistlikuma stsenaariumi puhul oleks Apranga tugevusvaru 222,48%.

Greenblatti meetodika kohaselt on samuti Apranga atraktiivsem kui Baltika, sest nii tulumäära kui ka investeeringute tasuvuse pingeridades oldi Baltikast kõrgemal kohal. Seevastu Apranga oli kolmandal kohal. Kuigi pingerea järgi võiks Apranga Gruppi investeerida, siis Greenblatt siiski ei investeeriks. Tema kohaselt peaks investeeringute tasuvus olema vähemalt 50% ning antud lõputöö pingereas suutsid kaks ettevõtet seda ületada.

Käesolevas lõputöös tehtud analüüsi põhjal võib väita, et erinevatel investoritel on erinevad stiilid ning saadakse erinevad tulemused. Mõlema mehe meetodikate põhjal võib väita, et Apranga paistis silma, kuigi Greenblatti jaoks Apranga omamine ei oleks kõige atraktiivsem. See on väga hea näide, et enne edukat investeerimist, tuleks kindlasti tähelepanu pöörata mitmetele asjaoludele ning jälgida ettevõtteid juba pikemalt. Samuti oleks soovitatav võtta kasutusele mitut erinevat võrdlevat meetodikat, mis annaks rohkem informatsiooni parema otsuse langetamiseks.

## VIIDATUD ALLIKAD

- 1) **Apranga APB koduleht** (2015). [WWW] <http://apranga.ee/en/> (18.05.2015)
- 2) **Apranga majandusaasta aruanne.** (2014). Leedu: 77 lk.
- 3) **AS Baltika koduleht** (2015). [WWW] <http://baltika.ee/> (18.05.2015)
- 4) **Baltika majandusaasta aruanne.** (2014). Tallinn: 82 lk.
- 5) **Basehitinvesting.com** (2015). [WWW] <http://basehitinvesting.com/superinvestors/joel-greenblatt/> (23.05.2015)
- 6) **Bragg, S.M.** (2005). Uus finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: OÜ Fontese Kirjastus. 341 lk.
- 7) **Eesti Päevalehe raamat.** (2008). Väärtpaperite teejuht. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda. 207 lk.
- 8) **Forbes.com.** (2015). [WWW] <http://www.forbes.com/profile/warren-buffett/>. (16.02.2015)
- 9) **Greenblatt, J.** (2006). The Little Book That Beats the Market. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 155 lk.
- 10) **Hagstrom, Jr., R. G.** (2000). Warren Buffetti tee. Tallinn: K-Kirjastus. 272 lk.
- 11) **Investopedia.com** (2015). [WWW] <http://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp> (20.05.2015)
- 12) **Krediidiinfo.ee** (2014). [WWW] [http://www.krediidiinfo.ee/files/ettevotte\\_vaartus\\_naidis.pdf](http://www.krediidiinfo.ee/files/ettevotte_vaartus_naidis.pdf) (20.05.2015)
- 13) **Made, T.** (2014). Vananedes Rikkaks Tallinn: Kirjastus Flagella OÜ. 220 lk.
- 14) **Mladjenovic, P.** (2009). Stock Investing For Dummies, 3rd Edition. Indianapolis, Indiana: Wiley Publishing, Inc. 357 lk.
- 15) **Nasdaq OMX Baltic koduleht** (2015). [WWW] <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et>
- 16) **Rahandusministeeriumi koduleht** (2015). [WWW] <http://www.fin.ee/majandusprognoosid/> (21.05.2015)
- 17) **Roos, A. Sander, P. Nurmet, M. Ivanova, N.** (2014). Finantsturud ja –institutsioonid. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus. 428 lk.

- 18) **Saario, S.** (2009) Investeerimisraamat: Kuidas ma investeerin börsiaktisatesse? Tallinn: Kirjastus Juura. 288 lk.
- 19) **Stockopedia.com** (2011). [WWW] <http://www.stockopedia.com/content/how-does-magic-formula-investing-work-55911/>. (27.02.2015)
- 20) **Trading Economics** (2015). [WWW] <http://www.tradingeconomics.com/lithuania/consumer-spending> (21.05.2015)
- 21) **Ukessays.com** (2015). [WWW] <http://www.ukessays.com/dissertation/literature-review/history-of-fundamental-analysis-as-a-trading-mechanism.php>. (13.03.2015)
- 22) **Äripäeva raamat.** (2007). Investeerimise teejuht. Tallinn: AS Äripäev. 256 lk.

## **SUMMARY**

### **LEGAL AND PRACTICAL ASPECTS OF APARTMENT OWNERSHIP ADMINISTRATION**

**Kristo Epner**

Language:	Estonian	Figures:	2
Pages:	46	Tables:	12
References:	22	Appendixes:	-
Keywords:	fundamental analysis, Buffet, Greenblatt, investment strategy, Baltika, Apranga, ratio, business, management, finance, stock exchange		

Nowadays, the idea of investing one's money in various sources, that is, to put money into making money to guarantee a higher income and better future, is receiving more and more attention. After all, investment in its essence is a very simple way to make money. One needs to make the right decision and wait until the investment grows to the expected size and then take out the profit, at the same time handling other matters. If 20 people are asked what they take as a basis for their investment decisions, there would be 20 different answers. So what should one proceed from?

Here, the fundamental analysis is useful. Fundamental analysis is one of the most reliable and elementary ways to assess one's investments. A fundamental analyst carefully and thoroughly assesses every aspect of the operations of an organisation. A company and its price level are examined based on fundamental analysis by focusing on financial reports, management, competition and the market situation. Fundamental analysis as a trade mechanism was established by Benjamin Graham who invented value investing. This analysis helps find "good and cheap" companies to invest in.

Now, several famous investors have taken Graham's theories as a basis and added various other strategies to base their decisions on. One of the most well-known and successful of these investors is Warren Buffett who used to be Graham's student and who has been able to show



excellent rates of return year by year. Another user of fundamental analysis is Joel Greenblatt who has also taken Graham's theories as a basis for his strategy and added Buffett's theories as well.

The purpose of the thesis is to find a share most eligible for investment on the example of AS Baltika and AS Apranga by using the fundamental analysis strategies.

The following research tasks were set based on the purpose:

- To examine and describe the nature of fundamental analysis
- To point out the main positions of the strategies by Warren Buffett and Joel Greenblatt
- To apply the investment methods of Warren Buffett and Joel Greenblatt in analysing AS Baltika and Apranga APB.

The research objects are fundamental analysis and methods by its implementers to identify how the process works in finding "good and cheap" companies. The nature of fundamental analysis was examined by the aid of various books and articles, of which the most substantial and thorough was "Fundamental Analysis for Dummies".

Once the nature was clear, the implementers of the analysis were sought, who would point out the main items to observe before investing. Warren Buffett provides the most thorough analyses and presents four general positions that should be observed and examined with regard to a company. Joel Greenblatt presents a simpler analysis based on two ratios, lines up thousands of companies of a sector, calculates their earnings yield and return on investment and makes his decisions accordingly. Both men have written books on their strategies and various sources and articles providing information about their activities are also available.

The entire theoretical part was put to use in two companies – AS Baltika and Apranga APB – to find out which would be a wiser investment. The information for analysing the companies and making ratio calculations was taken from annual reports.

Warren Buffett examines every aspect of a company – field of business, management, financial side and market situation. A successful company needs to be simple and easily comprehensible, with a consistent track record and a good long-term outlook. The management must be rational, open and able to add to the value of the company and assets of the owners. A company must also have a good return on equity, good profit margins and expenses as low as possible. Buffett

emphasises that a good company must be able to show a good return on equity and do that without the help of any financial leverage. But companies with comprehensible and good financial results and shareholder-friendly management do not necessarily guarantee success for an investor. A company should be acquired for reasonable price and must then show results that meet the business expectations.

Joel Greenblatt, however, has established a unique system for assessing whether an investment is profitable and good. He recommends examining companies of a certain sector, which stand higher than the minimum market value defined by oneself, and ranking these up by calculating earnings yield and return on investment ratios. In the comparison of these two tables, it is clear which company is more successful and worth purchasing and which company will start losing its value in the future and should be "sold short". With this method, Greenblatt has allegedly been able to show a rate of return that exceeds the market average; an average of 40% a year in the years 1985-2005.

In comparing these two methods with Buffett's methods, the companies were similar at first in a few respects. Both are easily comprehensible, consistent and with a long track record and have a good long-term outlook.

But differences appear in the management part. The management of Apranga has invested its available capital well and has therefore expanded and grown, increasing the turnover of the group by an average of 10% in the past five years. Baltika has also been increasing its turnover, but has earned a profit only once. And this is one of the reasons for the decrease in the market value of the company.

This has also been indicated by the return on equity, proprietary income and profit margins where the figures of Apranga noticeably exceeded those of Baltika. Even after the economic crisis, Apranga has managed to recover faster than Baltika.

In estimating the real value, it was established that Apranga would be a more favourable and better option for investment because even with the most conservative scenario, the safety coefficient would be 10,8%. Baltika would have a sufficient safety coefficient only with the most optimistic scenario, and then only 35,4%, which is not the most attractive figure considering that the safety coefficient of Apranga in case of a more realistic scenario would be 222,48%.

Apranga is more attractive than Baltika according to the Greenblatt method as well because both earnings yield and return on investments rank Apranga higher than Baltika. Although the ranking indicates Apranga could be invested in, Greenblatt still would not. According to him, return on investments should be at least 50% and in the ranking prepared in the present graduation thesis, two companies exceeded this threshold.

Based on the analysis made in this thesis, it can be stated that different investors have different styles and achieve different results. The methods by both men indicate that Apranga stood out, even though for Greenblatt, it would not be that great to own Apranga. This is an excellent example of how various facts should be paid attention to and companies observed for a while before successful investment. It is also advisable to apply various comparative methods that would give more information to make a better decision.

One of the directions the present thesis could be developed into would be the creation of a new strategy by involving the implementer of a different method and adding the strengths of their method to those of the two men. Another potential direction to develop would be to make a technical analysis in addition to the fundamental analysis and explore whether there is a link between these and whether both analyses could be used in favour of each other.

In Estonia, poor knowledge in the field of investment is an issue that might be the reason for the little interest in investment. Improvement of the knowledge might bring about more activity on Tallinn Stock Exchange.

Deklareerin, et käesolev lõputöö, mis on minu iseseisva töö tulemus, on esitatud Tallinna Tehnikaülikooli diplomi taotlemiseks ning selle alusel ei ole varem taotletud akadeemilist kraadi ega diplomit.

Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjanduslikest allikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Autor: .....  
(Kristo Epner, 28.05.2015)

Üliõpilaskood: .....

Töö vastab kehtivatele nõuetele.

Juhendaja: .....  
(lekt. Kristo Krumm, 28.05.2015)

Kaitsmisele lubatud: „.....“ .....2015

TTÜ TK kaitsmiskomisjoni esimees:

.....  
(nimi, allkiri)