

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Ärikorralduse instituut

Silver Teiter

**VÄÄRTUSLÕKSUDE ERISTAMINE**  
**VÄÄRTUSINVESTEERINGUTEST USA BÖRSIAKTSIATE**  
**NÄITEL**

Lõputöö

Õppekava MAJANDUSARVESTUS JA ETTEVÕTLUSE JUHTIMINE,  
peeriala majandusarvestus

Juhendaja: Kristo Krumm

Tallinn 2018

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 9352 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Silver Teiter .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 114125BDMR

Üliõpilase e-posti aadress: teiters@hotmail.com

Juhendaja: Kristo Krumm:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
MÕISTED .....	8
1. VÄÄRTUSINVESTEERING JA VÄÄRTUSLÕKS .....	10
1.1 Väärtusinvesteering .....	10
1.2 Väärtuslõks .....	14
2. VÄÄRTUSLÕKSUDE ANALÜÜS .....	20
2.1. Ettevõtted.....	21
2.1.1 General Electric Inc .....	21
2.1.2 Mattel Inc.....	25
2.1.3 Gamestop Inc.....	29
2.1.4 AT&T Inc .....	33
3. VÄÄRTUSLÕKSU TUVASTAMINE .....	38
KOKKUVÕTE .....	41
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	46
LISAD .....	49
Lisa 1. Andmetabel eraldi fail. ....	49
Lisa 2. General Electric aktsia hind.....	49
Lisa 3. Mattel Inc aktsia hind .....	50
Lisa 4. Gamestop Inc aktsia hind .....	51
Lisa 5. AT&T Inc aktsia hind.....	52

## LÜHIKOKKUVÕTE

Üheks populaarseks fundamentaalanalüüsil põhinevaks suunaks on väärtusaktiasesse investeerimine, mis on läbi ajaloo tootluse poolest edestanud kasvuaktsiaid, kuid viimase kümne aasta jooksul jääb USA väärtusaktiase tootlus ligikaudu poole madalamaks kasvuaktiase tootlusest. Üheks põhjuseks on asjaolu, et turul on palju väärtuslõkse.

Väärtuslõks on aktsia, mis tundub soodne erinevate suhtarvude poolest, kuid mille hind enam ei taastu vaid jätkab langemist. Väärtuslõksud tekivad väärtusaktiase hulgas ning nende tuvastamine võib osutuda raskeks, et ka kõige kogenumad investorid eksivad nendesse investeerides.

Lõputöö eesmärk on välja selgitada, kas väärtuslõkse on võimalik eristada väärtusaktiastest ühtsete tunnuste ja kindla meetodi alusel. Eesmärgi täitmiseks uuris lõputöö autor väärtusinvesteermise filosoofiat, koondas väärtusaktiase ja väärtuslõksude tunnused, moodustas valimi viimase aja tuntumatest väärtuslõksudest ja leidis väärtuslõksu tuvastamise meetodi.

Väärtuslõkse võib jaotada kaheks. Esimest tüüpi väärtuslõksude finantsnäitajad võivad olla mõjutatud erinevate kohustuste, mahakandmiste või korrigeerimistega ning lõks tuleneb investorite ebapiisavast uurimistööst. Teist tüüpi väärtuslõksud võivad suhtarvude ja finantsnäitajate poolest olla soodsad, kuid ettevõtte põhitegevus ei ole jätkusuutlik. Kõige efektiivsem meetod põhitegevuse jätkusuutlikkuse hindamiseks on rahavoogude analüüsimine. Paljudel väärtuslõksudel on piisavad vabad rahavood, kuid rahavoogusid ei kasutata efektiivselt kahaneva äri taaselustamiseks. Selle asemel jätkatakse dividendide väljamaksetega ja rakendatakse aktsiase tagasiostuprogramme ning suurendatakse võlakooormust.

Väärtuslõksu leidmiseks on palju erinevaid meetode ning nende tundmine on kasulik igale investorile. Väärtuslõksude tuvastamine on turgudel aktuaalne ja teemat on võimalik edasi uurida veel põhjalikumalt.

Võtmesõnad: Väärtuslõks, väärtusinvesteermine, väärtusaktsia, rahavood, jätkusuutlikkus.

## SISSEJUHATUS

Viimase kümne aasta jooksul on ka Eestis hakanud populaarsust koguma säästmine ja investeerimine. Loodud on mitmeid uusi investeerimisklubisid ning tutvustatud erinevate varaklasside investeerimisvõimalusi, räägitakse enam iseseisvast pensioni kogumisest ja finantsvabaduse saavutamisest. Üheks investeerimise varaklassiks on börsil noteeritud aktsiad ning kõige populaarsemaks selle valdkonna suunaks on väärtusaktsiatesse investeerimine. Sellele on kindlasti kaasa aidanud maailma ühe rikkama inimese ja väärtusinvestori Warren Buffetti eeskujuks olemine paljudele alustavatele investoritele kui ka väärtusinvesteerimise üldine osta ja hoia filosoofia, mille järgi investor kogub rahavoogu väljamakstavatest dividendidest ja aktsia hinnale ei pöörata nii suurt tähelepanu.

Viimase kümne aasta jooksul on turgudel toimunud muutus, kus kasvuaktsiatesse investeerimine on olnud tootlikum väärtusaktsiatesse investeerimisest. Analüütikud põhjendavad seda sellega, et turul on palju halva kvaliteetediga väärtusaktsiaid ehk väärtuslõkse, mis meelitavad peamiselt väärtuspõhiseid investoreid soetama soodsate suhtarvudega aktsiaid, mille hind tegelikkuses jätkab langemist ning ei tõuse enam tagasi endistele tasemetele. Väärtuslõksudesse satuvad ka maailma parimad fondijuhtidest väärtusinvestorid. Ka Warren Buffett on tunnistanud eksimusi ja tehtud vigu investeerimisotsuste tegemisel. Veel üheks viimase aja suurimaks väärtuslõksu tõttu kannatanud investoriks on Bruce Berkowitz, kelle investering Sears Holdings'isse laostas tema juhitud fondi tootluse. Tuleb arvestada, et võrreldes väikeinvestoritega on fondijuhtidel suured rahalised ressursid ja professionaalsed meeskonnad, kuid sellegipoolest satutakse investeerima väärtuslõksudesse. Seega tekib küsimus, kas väärtuslõkse on väärtusaktsiatest nii raske eristada?

Autori hinnangul võib viimase aja tuntumaks väärtuslõksuks pidada General Electricut, mille aktsia hind on paari aasta jooksul langenud ligikaudu 50% ja ettevõtte on ka dividendimakseid vähendanud poole võrra ning analüütikute hinnangul on võimalus, et ettevõttel tuleb lähitulevikus dividendimaksed üldse peatada. Investoritel tuleks arvestada, et 50% aktsia hinna languse puhul on hiljem vaja 100% kasvu, et hind jõuaks tagasi langusele eelnenud tasemele. General Electricul on üks suurimaid väikeaktsionäride osakaale. General Electricu muutumine väärtuslõksuks ei

toimunud nädalate jooksul ning hoiatavad signaalid pidid olema nähtavad enne aktsia hinna langust. Autori arvates oleks väärtuslõksu tundmine aidanud ära hoida paljude väikeinvestorite kahjumeid ning väärtuslõksude tundmine aitab teha õigeid investeerimisotsuseid erinevate strateegiatega rakendamiseks.

Lõputöö eesmärk on välja selgitada, kas väärtuslõkse on võimalik eristada väärtusaktsiatest ühtsete tunnuste ja kindla meetodi alusel. Lõputöö raames on autor kokku kogunud ja koondanud väärtuslõksudele omaseid tunnuseid, et võrrelda neid viimase aja tuntumate raskustesse sattunud ettevõtetega. Autori eesmärk on väärtuslõksude leidmine võimalikult lihtsalt, et ka väikeinvestoritel, kellel puuduvad ajalised võimalused aktsiate põhjalikuks analüüsiks, oleks võimalik neid kindla meetodi alusel vältida või tunda ära võimalik oht ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkusele, mis võib väljenduda aktsia hinna languses. Sellest tulenevalt püstitas autor endale järgnevad uurimisülesanded:

- Uurida väärtusinvesteeringut ja selle valdkonna üldist filosoofiat ning aru saada väärtusaktsiatega seotud erinevatest osapooltest.
- Koguda kokku väärtuslõkse kirjeldavad tunnused erinevatest allikatest.
- Moodustada valim viimase aja tuntumatest väärtuslõksudest USA (Ameerika Ühendriikide) börsidel noteeritud ettevõtete seast ning eelnevalt kokku kogutud väärtuslõksude kirjelduste alusel neid uurida.
- Aru saada väärtuslõksu olemusest ning leida sobiv ja parim meetod väärtuslõksude tuvastamiseks.

Lõputöö esimeses osas tutvustab autor väärtusinvesteeringut ja väärtuslõksu ning analüüsib sarnaseid tunnuseid. Väärtusinvesteeringul toob autor välja Benjamin Grahami ja Warren Buffetti üldise investeerimisfilosoofia ning põhilised näitajad, millest maailmakuulsad investorid on lähtunud. Väärtuslõksu kohta on andmed kogutud erinevatest interneti väljaannetest ning koondatud põhiliste tunnuste järgi koos kirjeldusega. Lõputöö autor ei keskendu väärtusaktsiate analüüsimisele vaid rohkem väärtuslõksu olemuse selgitamisele. Kõik kogutud väljendid ja mõisted on inglise keelest.

Lõputöö teises osas uurib autor erinevaid väärtuslõksu staatuses olevaid ettevõtteid, et tuvastada kas ettevõtetel olid väärtuslõksu kirjeldusele vastavaid tunnuseid ning vaatleb ettevõtet, mis võib olla potentsiaalsed väärtuslõks. Lõputöö valimi on autor koostanud subjektiivselt tuntumate USA börsidel noteeritud ettevõtete hulgast. Ettevõtete andmed on kogutud majandusaastaruannetest ja

lõputöö autor on välja toonud olulisemad näitajad väärtuslõksude leidmiseks kasutatades erinevatest allikatest leitud kirjeldusi. Valimi moodustavad neli ettevõtet, mille puhul autor tutvustab ettevõtet üldiselt, turuolukorda ja ajalugu. Analüüsib juhatuse tegevust, müügitulusid ja brutokasumit, erinevaid finantssuhtarve ja rahavoogusid ning annab aktsiale hinnangu eelnimetatud andmete põhjal.

Lõputöö kolmandas osas toob autor välja lõputöös uuritud ettevõtete sarnasused ja olulisemad tunnused väärtuslõksude tuvastamiseks ning järeldeb kas uuritud meetodi alusel on väärtuslõkse võimalik eristada.

## MÕISTED

**P/E** (Price to Earnings) suhtarv, mis näitab aktsia hinna (P) ja ettevõtte kasumi (E) suhet. P/E suhtarv võimaldab kiiresti ja lihtsalt hinnata ettevõtte suhtelist väärtust. Mida kõrgem on P/E, seda suhteliselt kallim on aktsia. P/E suhtarve eristatakse ettevaatavat P/E suhtarvu, mille puhul on E järgmise aasta kasum ja tagasivaatavat P/E suhtarvu, mille puhul on E viimase jooksva aasta kasum (Investopedia, 2018).

**P/BV** (Price to Book) suhtarv leitakse aktsia hinna (P) jagamisel aktsia raamatupidamisliku väärtusega (B). Mida madalam on suhtarv seda suhteliselt soodsam on ettevõtte (*Ibid*).

**BV** (Book value) aktsia raamatupidamislik väärtus, mis leitakse läbi bilansi näitajate. Raamatupidamislik väärtuse all mõistetakse kui ettevõtte netoväärtust, mis leitakse lahutades ettevõtte koguvaradest immateriaalsed põhivarad ja kohustused (*Ibid*).

**EPS** (Earning Per Share) ehk kasum aktsia kohta on üks peamisi ja tähtsamaid näitajaid aktsia hinna kujunemisel, mille põhjal leitakse mitmeid suhtarve. Leitakse netokasumi arvestamisel aktsiate arvuga (*Ibid*)

**D/E** (Debt to equity ratio) suhtarv leitakse ettevõtte kogu võlakohustuse (D) jagamisel omakapitaliga (E), et mõõta ettevõtte võlakoormust. Kõrgem D/E suhtarv viitab suuremale võlakoormusele (*Ibid*).

**CR** (Current Ratio) lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja, mis leitakse käibevara jagamisel lühiajaliste kohustustega. Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja näitab, kas ettevõtte suudab käibevaradest katta lühiajalisi kohustusi (*Ibid*).

**P/CF** (Price to Cash Flow) suhtarv leitakse ettevõtte väärtuse (P) ja äritegevuse rahavoo (CF) suhtest. Mida madalam on suhtarv, seda paremaks loetakse ettevõtte väärtust. Suhtarvu kõrge väärtus viitab sellele, et ettevõtte aktsia hind on kõrge, kuid ettevõtte ei genereeri piisavalt rahavoogusid äritegevusest. Teatud ettevõtete puhul võib P/CF suhtarv olla kõrge, see sõltub majandussektorist, ettevõtte eripärast või ettevõtte põhitegevusest. Suhtarvu väiksem väärtus näitab ettevõtte küllaldast rahavoogu äritegevusest (*Ibid*).



**P/FCF** (price to free cash flow) ja **P/NCF** (price to net cash flow) suhtarve leitakse sarnaselt P/CF suhtarvule, P/FCF suhtarvust lahutatakse veel põhivara investeeringud. P/NCF suhtarvust lahutatakse maha välajamakstavad dividendid ja aktsiate tagasiostud (*Ibid*).

**GAAP** (generally accepted accounting principles) ehk raamatupidamislik hea tava, mille järgi on finantsaruanded ühtsetele alustel arvestatud, hinnatavad ja võrreldavad. **Non-GAAP** järgi on ettevõtteid leidnud kasumeid vastavalt oma arvestuste järgi, millest võivad olla välja jäetud ühekordsed kulud või on tulemusi arvestatud teistel alustel. Osa ettevõtteid peavad Non-GAAP arvestamist täpsemaks kui GAAP arvestust (*Ibid*)

**ROE** (return on equity ) ehk omakapitali rentaablus näitab investeringute tasuvust ja võimaldab otsustada ettevõtte efektiivsuse üle. Mida kõrgem on omakapitali rentaablus, seda efektiivsemad on investeeringud sellesse ettevõttesse. ROE leitakse eelarveaasta netokasumi jagamisel omakapitali kogusummaga. Üldiselt peetakse heaks ROE määraks 15-20% (*Ibid*)

amortization) ehk kasum enne intresse, makse ja kulumit (Vallo Lees, 30.11.2016)

**EBITDA** (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) ehk kasum enne intresse, makse ja kulumit (Vallo Lees, 30.11.2016)

# 1. VÄÄRTUSINVESTEERING JA VÄÄRTUSLÕKS

## 1.1. Väärtusinvesteering

Aktsiatesse investeerimisel on peamiselt kaks põhilist analüüsi meetodi, milleks on fundamentaalne analüüs ja tehniline analüüs. Kui tehnilise analüüsi raames pööratakse peatähelepanu ettevõtte hinnagraafikutele, siis fundamentaalse analüüsi fookuses on ettevõtte ise. Fundamentaalse analüüsi põhiülesandeks on aktsia hinna õiglase väärtuse leidmine kasutades selleks erinevaid meetode nagu diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF – discounted cash flow method), suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutegur on börsil noteeritud aktsiate puhul väiksem kui mitte noteeritud ettevõtete puhul ning meetodi suure töömahukuse tõttu pööratakse sellele vähem tähelepanu. (LHV Investeeringisõpik, 2018).

Fundamentaalse analüüsi puhul tuleks arvestada veel erinevate investeerimisstrateegiatega. Eristatakse peamiselt kaht tüüpi investeerimisobjekte, milleks on kasvuaktsiad (growth stocks) ja väärtusaktsiad (value stocks). Kasvuaktsiateks nimetatakse selliste ettevõtete aktsiaid, mida iseloomustab konkurentidest tugevam müügitulu ning kasumi kasv. Kasvuaktsiad üldjuhul dividende ei maksa ning suunavad teenitavad vahendid tagasi arengusse. Fundamentaalse analüüsi seisukohalt peaks analüüsi põhirõhu suunama kasvuperspektiivide hindamisele ja uurimisele. Mitmete suhtarvude baasil baasilt võivad kasvuettevõtted tihti suhteliselt kallimad tunduda võrreldes väärtusettevõtetega (*Ibid*).

Investorid, kes otsivad väärtusaktsiaid, kasvule nii suurt tähelepanu ei pööra. Väärtusaktsia investoritele pakuvad huvi ettevõtted, mille aktsia on mingil põhjusel ebaõiglaselt odavalt hinnatud (võrreldes ettevõtte müügitulu, kasumi, varade või dividendidega). Odava hinnataseme juures võib olla näiteks mõne negatiivse uudise ületähtsustamine või terve majandussektori ebasoosingusse sattumine. Väärtusaktsiaid otsides tuleks suurem tähelepanu pöörata just mitmesugustele suhtarvudele (*Ibid*). Väärtusaktsiatele on omased madalad suhtarvud nagu P/E, P/BV ja kõrge dividendide väljamaksemäär aktsia hinna suhtes (dividend yield) (Mark P. Cussen, 06.04.2018).

Peale väärtus- ja kasvuaktsia on veel tuluaktsiad (income stocks), mida investorid ostavad, et tagada stabiilne rahavoog väljamakstavatelt dividendidelt ning aktsia on suhteliselt madala hinna volatiivsusega. Selle strateegia kasutajad vaatavad peamiselt keskmisest kõrgemat dividendide väljamaksemäära. Tuluaktsiateks on peamiselt elektri-, vee ja energiateenuste pakkujad, kinnivarafondid ja erinevad finantsinstitutsioonid (Investopedia, 23.03.2018). Autori subjektiivsel hinnangul võivad ka tuluinvestorid otsida kõrge dividendide väljamaksemääraga aktsiaid teistest sektoritest.

Eestis on viimase kümne aastaga populaarseks muutunud säästmine, pensioni kogumine, finantsvabaduse saavutamine läbi investeerimise erinevatesse varaklassidesse. Üheks selliseks varaklassik on avalikult kaubeldavad aktsiad ning nendesse investeeritakse väärtuspõhiselt. Kogumise ja investeerimise populaarsusest kirjeldab ka 2015.a Äripäeva artikkel, milles kajastatakse kuidas investeerimisklubid on kohalikul investeerimismaastikul arenema hakanud ning enda ümber koondanud tuhandeid huvilisi. Naisinvestorite klubi suur populaarsus üllatas ka klubi asutajaid. Investeerimisklubi oli asutamisest seitsme kuuga saanud üle 100 maksva püsiliikme. (Juhan Lang, 04.06.2015). Investeerimisklubil on lõputöö kirjutamise hetkeks üle 300 aktiivse liikme (Investeerimisklubi, 2018) ja Naisinvestoriteklubil on Facebookis üle 10 000 liikme. (Naisinvestorite klubi, 2018) Autori subjektiivse hinnangu põhjal, mis on tekkinud seitsme aastase kogemuse põhjal investeerimismaastikul tegutsemises, kasutavad alustavad väikeinvestorid aktsiatesse investeerimisel kõige enam väärtuspõhist investeerimist ning millegipärast, mitte ainult Eestis, on populaarsed kõrgete dividendimääradega aktsiad.

Väärtusinvesteerimisele pani aluse Benjamin Graham, kes esmakordselt tutvustas maailmale ettevõtte sisemist väärtust (intrinsic value) tulevaste kasumite põhjal. Benjamin Graham oli kaasautoriks raamatule Security Analysis ning autoriks raamatule The Intelligent Investor, mida peetakse investeerimiskogukonnas väärtusinvestorite "biiblik". Benjamin Graham kirjeldas väärtusaktsiaid kui turu poolt alahinnatud ettevõtteid, mis kauplesid börsil alla oma tegeliku väärtuse, madalate suhtarvudega ning kõrge dividendimääraga (Investopedia, 17.04.2018).

Kuigi Benjamin Grahami väärtusinvesteerimise põhimõtted on väga laiaulatuslikud ja hõlmavad lisaks ka riskide maandamiseks portfelli hajutamist aktsiate ja võlakirjade vahel, siis Cabot Value Team kasutab oma investeerimisstrateegias Benjamin Grahami investeerimispõhimõtteid ning lõputöö autori hinnangul annab järgnev loetelu ülevaate üldisematest väärtusaktsiate tunnustest:

- Graham soovib investeerida ettevõttesse, mille krediitireiting on parem kui B Standard & Poors reitingusüsteemis ning korrigeerides ajaloolise inflatsiooniga peaks ettevõtte aastane käive tänapäevases vääringus olema suurem kui 500 miljonit dollarit.
- Graham soovib osta ettevõtteid, mille koguvõla käibevara suhtarv (Total Debt to Current Assets ratio) on väiksem kui 1,1.
- Leida tuleks kasumlike ettevõtteid ja mille kasum on viimase kümne aasta jooksul kasvanud aastas vähemalt 3% ja ettevõttel peaks puuduma eelmiste perioodide kahjumid.
- Otsida ettevõtteid, mille viimase kolme aasta keskmine P/E suhtarv on madalam kui 15. P/B suhtarv peaks olema madalam kui 1,5. Graham märkis, et kõrgem P/B suhtarv on õigustatud kui P/E suhtarv on alla 15. Sellisel juhul soovitas Graham korrutada P/B suhtarvu P/E suhtarvuga ning korrutis ei tohiks olla kõrgem kui 22,5.
- Vaadata ettevõtte käibevara lühiajaliste kohustuste (current ratio) CR suhtarvu, mis peaks olema vähemalt 2. Selle suhtarvu põhjal saab veenduda, et ettevõttel on piisavalt vahendeid, et maksta lühiajaliste kohustuste eest (Cabot Value Team, 29.12.2017).

Benjamin Graham oli mentoriks ja õpetajaks maailma edukamale ja kuulsamale investorile Berkshire Hathaway juhile Warren Buffettile, kes oma karjääri algusaastail ütles, et ta on 85% Benjamin Graham. Warren Buffett kasutab oma investeerimisel erinevalt Grahamile rohkem kvalitatiivsemat ja kontsentreeritumat lähenemist. Kui Graham eelistas leida alahinnatud aktsiaid keskpärase ettevõtete seast ja jagas oma kapitali nende vahel, siis Buffett eelistab kvaliteetseid ettevõtteid mõistlike suhtarvude baasil ja kellel on võime kasvada. Buffetti investeerimisstiil ja filosoofia on võimalikult lihtne, kuid mitte kerge. Investeerimisotsuste tegemisel juhindub Buffett investeerimispõhimõtetest, mis on koondatud nelja põhigruppi: ärimudel, juhtkond, finantsnäitajad ja väärtus.

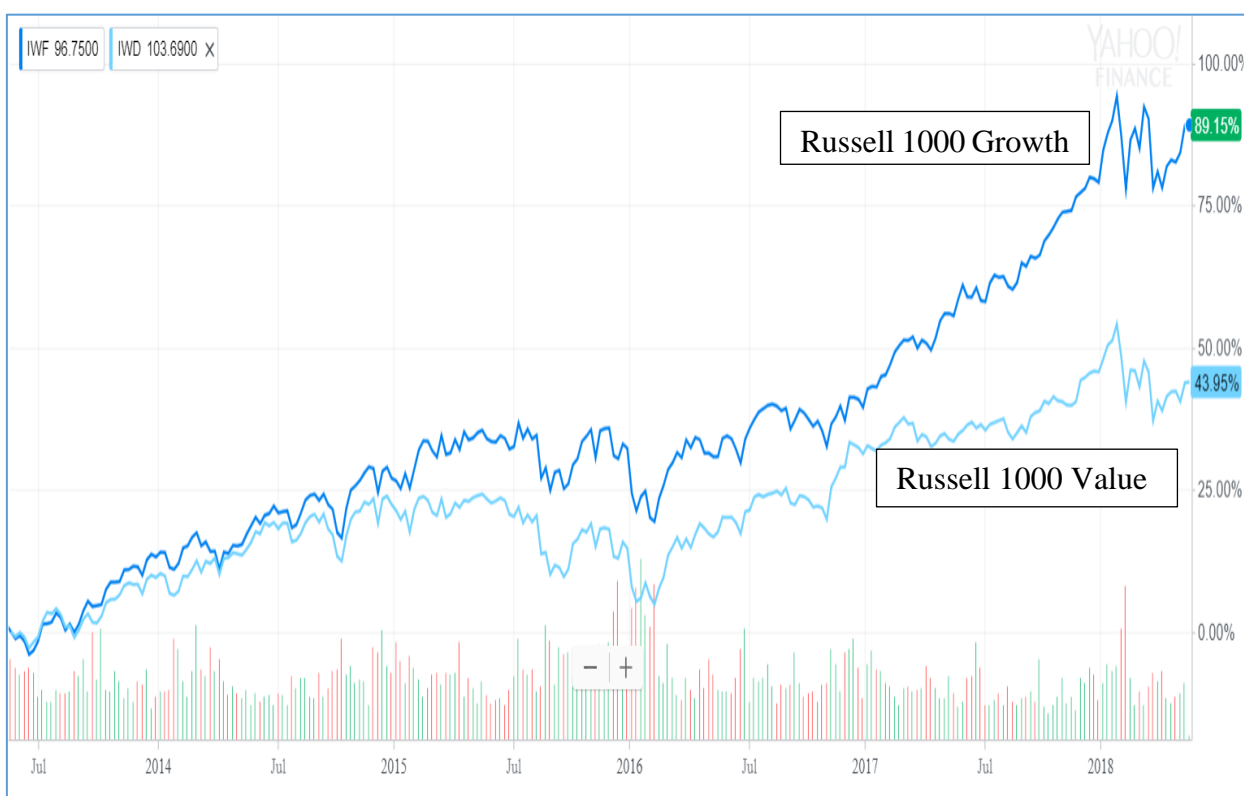
- Ärimudeli investeerimispõhimõtte järgi investeerib Buffett ettevõttesse, kelle ärimudel on talle arusaadav ja analüüsiv. Buffett arvestab selge arusaamisega ettevõtte äritegevusest, mis on vajalik, et prognoosida ettevõtte tegevuse tulevikku. Seega esmalt tuleks analüüsida ettevõtte ärimudelit, mitte turusektorit või investorite arvamust. Järgmiseks tuleks vaadata ajaloolist äritegevust ning kõige lõpuks tuleks kõike eelnevat arvesse võttes aru saada kas ettevõtte tegevus on pikaajaliselt perspektiivne.

- Juhtkonna hindamine jaguneb omakorda kolmeks põhimõtteks:
  1. Leida, kas juhtkonna otsused on ratsionaalsed. Kas juhtkond teeb mõistlike otsuseid kasumite reinvesteermisel või otsustavad maksta dividende. See on sügavamõtteline küsimus, sest enamus ajaloolisi uuringuid näitab, et keskmiselt ühe grupina võib juhtkond olla ahne ja kasumeid reinvesteerida, et arendada organisatsiooni kui kasutada rahavoogusid väljamaksetena, et tõsta aktsionäride varade väärtust.
  2. Hinnata juhtkonna ausust aktsionäride ees ja kas juhtkond tunnistab tehtud vigu.
  3. Hinnata juhtkonna iseseisvat mõtlemist ja otsustusvõimet. Buffett vaatab, et juhtkond ei lõhuks töötavat süsteemi ja ei läheks kaasa uute peavoolu trendidega või ei kopeeriks konkurentide tegevust.
- Finantsnäitajatest keskendub Buffett rohkem omakapitali tootluse suhtarvule ROE (Return of Equity) kui kasumile aktsia kohta ning eraldi vaatab ettevõtte võlataset. Eelistades madala võlakoormusega ettevõtteid. Peale selle vaatab Buffett veel puhaskasumi marginaali müügikäibest (net margin). Vabade rahavoogude suhtarv omakapitalist (Free Casf Flow to Equity) FCFE, mida Buffett kutsub omaniku tuludeks. FCFE suhtarvust on soovitatav maha arvestada ka aktsiate tagasiostud. Buffett kasutab selleks oma modifitseeritud valemit, mida autor lõputöös ei arvesta.
- Väärtuse põhimõtte järgi saab hinnata ettevõtte tegeliku väärtust. Buffett prognoosib ettevõtte tulevasi kasumeid ning diskonteerib need nüüdisväärtusesse. Buffett ignoreerib lühiajalist aktsia hinna volatiivsust ja keskendub pikajalisele tootlikkusele. (David Harper, 04.01.2018).

## **Väärtusaktsia**

Kuigi läbi ajaloo on väärtusinvesteeringud olnud tootlikum teistest investeerimisstrateegiatest, siis viimase aja jooksul on olnud tootlikum investeerimine kasvuaktsiatesse. Viimase kümne aasta jooksul edestab investeerimine kasvuaktsiatesse indekse järgi tootluselt 100% väikese turukapitulatsiooniga ettevõtete puhul ja 50% suurte turuväärtusega ettevõtete puhul

väärtusaktiasse investeerimist (Nicholas Colas, 30.11.2017). 2017 novembri seisuga on Russell 1000 Growth indeks, mis kajastab kasvuaktiaid, kasvanud 24,8% ja Russell 1000 Value indeks, mis kajastab väärtusaktiaid, kasvanud 6,4%. Nicolas Colas ja Jessica Rabe põhjendavad seda sellega, et turul on palju väärtuslõkse (Ben Levisohn, 15.11.2017). Alljärgenvalt toob autor välja kahe indeksi võrdluse viimase viie aasta jooksul, milles on näha, et lõputöö koostamise hetkel edestab kasvuindeks väärtusindeksit kahekordselt. Seega saab ka paljudele väärtusinvestoritele ette heita asjaolu, et nende portfellis on lisaks väärtusinvesteeringutele ka väärtuslõksud.



Joonis 1. Kasvuindeksi Russell 1000 Growth ETF (IWF) ja väärtusindeksi Russell 1000 Value ETF (IWD) võrdlus

Allikas: Yahoo Finance (01.05.2018)

## 1.2. Väärtuslõks

Väärtuslõksu (value trap) terminit kasutatakse aktsia puhul, mis tundub soodne oma suhtarvude poolest, kuid mille hind enam ei taastu vaid jätkab langemist. Sellised aktsiad kujutavad suurt ohtu kõikidele väärtusinvestoritele (Investopedia, 2018). Väärtuslõksude tuvastamine võib tihtipeale olla üsna keeruline, et ka kõige kogenumad investorid sellistesse ettevõtetesse investeerivad. Näitena võib tuua Berkshire Hathaway investeeringu Dexter Shoe'isse, mida Warren Buffett

2008.a seisuga kutsus oma kõige halvimaks investeeringuks läbi aegade. Buffetti sõnul oli peale investeerimist Dexter Shoe'isse ettevõtte kindel konkurentsieelis paari aastaga kadunud (Jonathan Stempel, 01.03.2018).

Teise näite võib tuua investeerimisfondi Fairholme Capital Management juhi Bruce Berkowitzi suurinvesteeringu Sears Holdings'isse. Berkowitz alustas investeerimist Sears'i jaeketti 2005.a oktoobrist. 2016.a valiti Berkowitz Sears'i juhtkonda. 2017.a oktoobri fondi ülevaates kirjeldas Berkowitz Sears'i kui ettevõtet, millel on tema investeerimisvaate järgi tohutu väärtus ning teatas oma tagasiastumisest Sears'i juhtkonnast. (Ed Lin, 12.01.2018). Hiljem antud kommentaarides sõnas Berkowitzi, et suurinvesteeringu Sears Holdingu kahjum hävitas tema fondi tootluse ning nad ei näinud ette Sears'i ärikahjumite suurust (Hayley Peterson, 01.02.2018).

Nii Warren Buffett kui ka Bruce Berkowitz on eelkõige tuntud kui suurte kogemustega väärtusinvestorid, kuid ka nemad eksivad investeerimisotsuste tegemisel. Seega tekib küsimus, kas väärtuslõksu on võimalik ära tunda või investeeritakse sellist tüüpi aktsiatesse lootuses saada suuremat tootlust, mis juhib investorite tähelepanu ohtude märkamisest eemale.

Väärtuslõksu tundmine on vajalik, sest annab võimaluse erinevate investeerimise strateegiate korral teha õigeid otsuseid. Väärtusinvesteeringus annab väärtuslõksude tundmine võimaluse raskustes ettevõttesse jätta investeerimata, mis sellel juhul aitab vältida potentsiaalselt kahjumit. Investori portfellis olemasolevate väärtusaktiade finantsnäitajate halvenemise korral, annab väärtuslõksu tuvastamine võimaluse aktsiapositsiooni õigeaegselt sulgemiseks, et kaitsta investori kapitali.

Lühiseks müügi korral annab väärtuslõksu tundmine võimaluse teha õige valik hinnas kaotava aktsia suhtes. Väärtpaberite lühikeseks müük võimaldab kasu saada väärtpaberite hinna langusest. Lühikeseks müües, laenab investor maaklerilt väärtpabereid väikese tasu eest, mida ta realselt ei oma, kohustusega väärtpaberid kokku lepitud ajal omanikule tagastada. Seejärel investor müüb laenatud väärtpaberid, ning müügist laekub raha realselt müüa kontole. Kui investor tahab lühikeseks müüa, ostab ta müüdud väärtpaberid tagasi. Hiljem tagastatakse laenatud väärtpaberid omanikule. Kui hind langeb algsest hinnast madalamale, teenib investor kasumit, kui aga hind tõuseb, teenib kahjumit (LHV Investeerimisõpik, 2018).

Üheks võimalikuks strateegiaks võib pidada väärtuslõksudesse investeerimist, mis tegelikkuses võib olla väga tulus. Selle strateegia puhul oleks oluline aru saada hetkest, kui ettevõtte tuleb välja raskustest ning võimalik pankroti oht kaob. Lõputöö autori arvates võib see olla ka põhjus, miks

paljud väärtusinvestorid väärtuslõksudesse satuvad. Ameerika investor Peter Lynch kirjeldab ühte võimalust hea tootluse saavutamiseks investeerimist vigasesse ettevõttesse, kes edukalt muudab oma tegevust. Tüüpiline edukas investering võib võtta aega 3-10 aastat (Peter Lynch, John Rotchild, 2000, lk 16).

Väärtuslõkse on peamiselt kahte eri tüüpi. Esimest tüüpi väärtuslõksu moodustavad aktsiad, mille fundamentaalnäitajate kohta ei tee investorid piisavalt uurimistööd jättes arvestamata inflatsiooni, kulude ja laenude kapitaliseerimist, võimalikud varade ümberhindlused ja paljude USA aktsiate puhul ka pensionikohustuste hindamised. USA ettevõtluskeskkonnale on omane, et tööandja rahastab pensione kuni inimese surmani. Sellisel juhul võivad ettevõtte tekkida suured kohustused. Seega tuleks raamatupidamislike näitajate põhjal võtta arvesse kõiki korrigeerimisi ja leida finantsandmete tõeline väärtus, mis paljudel juhtudel muudab ettevõtte fundamentaalnäitajaid (Francesco Curto et al. 10.2015). Lõputöö raames ei arvesta autor analüüsimisel inflatsiooni, mis USAs jääb viimastel aastatel alla 2% (Bureau of Labor Statistics, 02.05.2018). Lisaks ei prognoosi autor varade ümberhindluse suurust iseseisvalt vaid lähtub avaliku info saadavusest, sest autori teadmised börsiettevõtete varade tegeliku väärtuse kohta on puudulikud.

Teist tüüpi väärtuslõksud on ettevõtted, mille tegevus ei ole jätkusuutlik. Finantsandmete korrigeerimine ei anna ülevaadet ettevõtte tulude, kasumite ja rahavoogude jätkusuutlikkusest. Odavate valuatsioonide, langevate müügitulude ja kasumitega aktsiad on pikas perspektiivis kallid investeringud. Ka edasivaatavad suhtarvud on tegelikkuses prognoosid, mis ei ole alati kõige usaldusväärsemad (Francesco Curto et al. 10.2015). Käesoleva uurimustöö raames on autor kokku kogunud erinevatest allikatest peamised ja kattuvad väärtuslõksude tunnused, mida uurimustöö kolmandas osas võrreldakse välja valitud ettevõtete näitajatega. Lõputöö raames kogutud andmed on peamiselt eelnevalt kirjeldatud teist tüüpi väärtuslõksude tunnuste kohta.

Väärtuslõksude avastamiseks on välja pakutud mitmeid võimalusi lisaks finantsaruannete analüüsimisele. Ettevõtte on oma tegutsemistsükli tipus ja on oma tegevusega raskustes. Olles majandustsükli tõusus peaks enamus ettevõtteid, välja arvatud toorainesektor, näitama müügitulude ja kasumite kasvu ning nendest ettevõtetest hoiavad eemale ka aktivistinvestorid. Väärtuslõksud esinevad ettevõtete puhul, kes kaotavad oma põhitegevuses turuosa uutele konkurentidele (Nicholas Colas, 30.11.2017). Sarnaselt väärtusinvesteerimisele võib ettevõtte tegutsemissektori, turuosa ja juhtkonna tegevuse analüüs anda esimese ohumärgi, et tegemist on



väärtuslõksuga. Seda eriti uute tehnoloogiate turuletulekuga konkurentide poolt ja ettevõtte enda tegevuse kohanemiseta uute turutingimustega toimetulekuks ning muutused tarbijate käitumises. Lõputöö autor toob näitena Nokia languse puutetundlike ekraanidega nutitelefonide turule tulemisega või mitmete jaekettide raskused võistlemisel uute e-poodidega. Siinjuures on oluline vaadata ka ettevõtte juhtkonna reageerimist muutustega toimetulekuks ning hinnata milliseid otsuseid on tehtud ettevõtte olukorra parandamiseks.

Ettevõtte pidevalt kahanevad müügitulud võivad olla märgiks ettevõtte nõrkusest, kuigi nad võivad olla kasumlikud aastaid kärpides kulusid ja toetudes oma püsiklientuurile. Pikaajaliselt kahanevate müügituludega kaasneb lõpuks ettevõtte väärtuse kahanemine (Wayne Duggan 27.07.2017). Kahanevate müügitulude juures on oluline aru saada, kas põhjus on sektori tsüklilisuses ja kas tegemist on ajutise madalseisuga. Pidevalt langev müügitulu näitab, et ettevõtte kaotab turuosa või tarbijate harjumused muutuvad. Lisaks tuleb vaadata brutokasumi marginaali, et näha kas ettevõttel on kasvanud otsesed müüdid toodangu ja teenuste kulud või on suurendatud müüki odavamate hindadega. Kahanevad müügitulud ei pruugi kehtida toorainesektori puhul, kus müügitulu on otseselt seotud maailmaturu hindadega.

P/E madal suhtarv ei ole piisav, et pidada ettevõtte hinda soodsaks. Ennekõike tuleb võrrelda P/E hetkelist ja ajaloolist suhtarvu, et oleks selge P/E vahemik ja aru saada kas odav suhtarv viitab soodsale hinnale või raskustele. Lisaks tasub vaadata edasivaatavad P/E suhtarvu (Jonathan Heller, 20.06.2016). Soodne P/E suhtarv tagasiulatavalt on tavaliselt ohumärk ja mineviku kasumitel on vähene mõju tuleviku kasumitele. Turud vaatavalt peamiselt tulevikku ja diskonteerivad tuleviku rahavoogusid. Kui aktsia hind on kukkunud tasemele, kus ta on väga odav mineviku kasumite suhtes, siis tavaliselt on see vihje, et ettevõtte tegevusel on midagi tõsiselt viga (Ken Faulkenberry, 18.04.2018). Üks ohumärk ettevõtte raskustest on kui P/E suhtarv on samaväärne aktsia dividenditootlikkusega. Ka edasivaatav P/E suhtarv (Forward P/E) võib olla eksitav põhjusel, et osa majandussektorite aktsiaid kauplevad ka soodsa edasiulatava P/E suhtarvuga. Edasine P/E suhtarv võib olla ka kohandatud erakorraliste tulude/ kulude ja mahakandmistega (John C Ogg, 02.05.2017).

P/B suhtarv. Mitmed uuringud on näidanud, et madala P/B suhtarvudega aktsiate ostmine on olnud väga kasumlik, siis sellised uuringud on hõlmanud väga laia valimit. Mitte iga madala P/B suhtarvuga aktsia ei ole kasvupotentsiaaliga. Seega tuleb vaadata põhjalikumalt, mis põhjusel ettevõtte P/B suhtarv on madal. Varade puhul on parem kui käibevara koosneb rohkem rahast ja

lühiajalistest investeringutest kui varudest või laekumata arvetest. Näiteks tuleks olla skeptiline jaekaubandusettevõtete suhtes, mis kauplevad alla oma raamatupidamisväärtust ja mille laovarud moodustavad suurema osa käibevarast. Raskuste tekkimise korral saab raha hinnata, kuid sisseostetud kaupade kiirmüügi korral ei ole nende väärtus selge. Lisaks tuleb vaadata immateriaalset põhivara, mille väärtust on raske hinnata. Üheks võimaluseks oleks seega hinnata P/B suhtarvu, millest välja arvata immateriaalne põhivara (Jonathan Heller, 20.06.2016).

Dividendimäära kõrge tase viitab aktsia hinna langusele ja võimalusele, et makstav dividend ei ole jätkusuutlik. Seega turg hindab juba ettevõtte võimaliku dividendide väljamakse vähendamist või lähitulevikus saabuval raskusi. Investorid peavad üldiselt olema ettevaatlikult kõrge dividendimääraga ettevõtete puhul. David Goldman Black Rock Income UK Fund juhi sõnul on selge seos ajalooliste andmete põhjal, et ostes hinna languse tõttu kõrge dividendimääraga aktsiad, siis tegelikuses saadav dividenditulu on tulevikus väiksem. Üldiselt loetakse kuni 4% dividendimäära ohutuks. Kõik üle selle suurendab tõenäosust, et tegelikkuses sellist tootlust pikalt ei saada, sest ettevõtted vähendavad dividendide väljamakseid. Stephen Message L&G UK Equity Fund juhi sõnul tuleks ettevõtte dividendide maksmise juures investoritel arvestada, kui suure osa dividendide makse moodustab puhaskasumist. Dividendide katmise suhe puhaskasumist võiks olla vähemalt 2 või kõrgem. Alla 1,5 suhtarv viitab ohule ja investoritel tuleks jälgida ettevõtte tegevust põhjalikumalt (David Brenchley, 02.03.2018).

Kõrge võlakoormus võib tekitada ettevõttele likviidsusprobleeme ja seada kahtluse alla tegevuse jätkusuutlikkuse ja võime laene edaspidi teenindada, mis tähendab, et ka kõige parem ärimudel võib läbi kukkuda. Kõrge võimendusega ettevõttel on vähem võimalusi teha vigu või ületada takistusi. Tugev bilanss on kvaliteetse ettevõtte alustala ja annab peamise tagatise kui ettevõtte turuväärtus on väiksem raamatupidamislikust väärtusest (Ken Faulkenberry, 18.04.2018). Ettevõtte võlakoormuse ajalugu on heaks indikatsiooniks hindamaks ettevõtte võlgade tagasimaksmise võimet, isegi kui juhtkond on muutunud. Võlg on peamine põhjus, mis vallandab enamus tõsiseid ettevõtte tegevust lõpetavaid väärtuslõkse, mis halvavad ettevõtte enne kui juhtkond jõuab midagi muuta. See võib juhtuda mitmel kujul nagu lühiajaliste kohustuste nõuetest, liisingutest ja lühiajaliste refinantseeringute kujul (Nicholas Colas, 30.11.2017). Riskide seisukohast loetakse paremaks D/E suhtarvuks taset, mis on madalam kui 0,4 (Investopedia, 02.2015). Seega on oluline mõõta ettevõtte kapitali struktuuris võlakoormuse ja omakapitali suhet läbi D/E suhtarvu.

Rahavoogude aruande analüüsimine võib väärtuslõksude puhul olla vastuoluline ja üks keerulisemaid tegevusi. Sellest annab ülevaate järgnevad kaks kirjeldust väärtuslõksude kohta. Esimesel juhul kirjeldatakse, et paljude väärtuslõksude kapitali jaotusprotsess ei muutu piisavalt kiiresti või on selgusetu ning väärtuslõksudel on tegelikkuses piisavalt ja suhteliselt suured vabad rahavood. Lõks tuleneb sellest, et ettevõtte ei kasuta oma rahavooge efektiivselt oma äri taaselustamiseks ja samal ajal vana ärimudel enam ei toimi (Nicholas Colas, 30.11.2017). Teisel juhul kirjeldatakse, et paljude raskustes ettevõtete rahavood ei vasta kasumlikkusele. Sellest tulenevalt kasutavad ettevõtted erinevaid välja mõeldud mooduseid oma tegevuse rahastamiseks (David Brenchley, 02.03.2018).

Jätkusuutlikkuse prognoosimine on kõikidele turuosalistele keeruline. Seega üheks lahenduseks tuleviku ja mineviku kasumite analüüsimisele on võimalus vaadata aktsia hinna volatiivsust. See tegevus on vastuoluline, kuid aktsia hind kajastab tulevasi kasumeid. Suurem hinna volatiivsus näitab, et turuosalised ei ole kindlad tuleviku kasumite jätkusuutlikkuses (Francesco Curto et al. 10.2015). Lõputöö autori hinangul võib olla see hea indikaator mõistmaks ülejäänud turuosaliste arvamust ning võrrelda seda enda poolt seatud hüpoteesidega, kuid lõputöö raames autor aktsia hinna volatiivsust ei analüüsi põhjusel, et see tegevus eeldaks statistilist uurimistööd ning lõputöö eesmärk on välja selgitada väärtuslõksule omaseid tunnuseid peamiselt läbi fundamentaalse analüüsi.

Lõputöö autor toob suharvudest välja väärtuslõksude ja väärtusaktsiate põhilised hindamiskriteeriumid ning see on ka aluseks, millele tugineb autori suhtarvude analüüs. Mitmeid kasumeid, rahavooge diskonteerivaid ja EBITDA suhtarvude põhjal arvestatavad meetodid on autor lõputööst välja jätnud põhjusel, et puudub kompetents prognoosida mineviku andmete põhjal tuleviku kasumeid raskustes olevate ettevõtete puhul ning EBITDA suhtarv ei võta arvesse laenude intressimakseid, mis väärtuslõksude puhul on oluline arusaamaks ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkusest.

## 2. VÄÄRTUSLÕKSUDE ANALÜÜS

Käesoleva ainetöö valimi moodustavad ettevõtted, mis on väärtuslõksu staatuses ehk ettevõtted, mille aktsia hind on teinud läbi suure languse või on nende tegevuse jätkusuutlikkus surve all. Lõputöö autor on valimisse lisanud ettevõtted subjektiivse hinnangu alusel. Tegemist on tuntud ettevõtetega, millel on pikaajaline dividendide väljamakse ajalugu ning üldine hea maine. Andmed kogutakse alates 2013. majandusaasta aruannetest, et näha kas väärtuslõksu on võimalik tuvastada kasutades selleks uurimistöö väärtuslõksu tunnuste alapeatükis välja toodud kirjeldusi peamiselt teist tüüpi väärtuslõksude kohta. Finants- ja suhtarvude andmed kogutakse peamiselt aastaaruannete baasil ning vajadusel kvartaliaruannetest. Finantsandmetes võib esineda ümarduste tõttu väiksemaid erinevusi, kuid need ei mõjuta uuritavate objektide lõpptulemusi. Analüüsi eesmärk on välja selgitada, kas aktsia hinna languse alguses või sellele eelnenud ajast on võimalik näha väärtuslõksule omaseid tunnuseid, et oleks võimalik teha vajalik investeerimisotsus sõltuvalt investeerimisstrateegiast. Lõputöö autor ei arvesta mitmeid suhtarve eelnevate aastate keskmiste baasil.

Ettevõtete analüüs väärtuslõksude tunnuste leidmiseks koosneb järgnevatest osadest:

1. Ettevõtte tutvustav osa, milles autor võib selgitada ettevõtte olemust, ajalugu, sektorit, turuosa, juhtimisotsuseid, aktsia hinda ja viimase aja uusi trende ning muid subjektiivseid tähelepanekuid ettevõtte osas.
2. Ettevõtte juhtkonna analüüs, milles autor hindab juhtkonna tegevust ja strateegilisi otsuseid.
3. Müügitulude ja brutokasumi analüüs. Autor on eraldi arvestanud valimi moodustavate ettevõtete brutokasumid ja brutokasumimarginaalid ka nendele ettevõtetele, kes oma aruandes otseselt brutokasumit ei arvestanud (General Electric). Brutokasumi marginaal näitab, kas ettevõtte otsesed kulud müügitulude saamisel on suurenenud või on hakatud tooteid müüma odavamaga hinnaga turuosa säilitamiseks.

4. Finantsnäitajatest ja suhtarvudest analüüsib autor väärtusaktiaale ja väärtuslõksule sarnaseid tunnuseid. Väärtusaktia tunnuseid hindab autor B.Grahami ja W.Buffetti investeerimispõhimõtete näitel. Analüüsi eesmärk on vaadata, kas aktsia suhtarvud on investoreid eksitavad ja kas on võimalik tuvastada väärtuslõksude tunnuseid.
5. Rahavoogude (RV) andmete analüüsimisel lähtub autor vabadest rahavoogudest ning kasutab edasiseks analüüsiks järgnevat meetodi: Vabadest rahavoogudest arvestab autor maha dividendide väljamaksed (dividends) ja aktsiate tagasiostud (share buyback) saades neto rahavood (Neto RV). Saadud rahavoogudest arvestab autor maha laenude intressimaksed. Meetod annab võimaluse hindamiseks ettevõtte rahavoogude efektiivsust kasutamisest ja võlakooormuse mõjust.
6. Järeldav osa, mis võtab kokku ettevõtte kriitilisemad näitajad ja analüüsib kas väärtuslõksu oli võimalik tuvastada väärtuslõksule omaste tunnuste põhjal.

## **2.1. Ettevõtted**

### **2.1.1. General Electric Inc**

General Electric Inc on USA rahvusvaheline konglomeraat, mis asutati 1892.aastal. Ettevõtte tegutseb erinevates ärisegmentides, milleks on küte ja energia, taastuvenergia, lennundus, tervishoid, nafta ja gaas, transport ning finants. General Electricu NYSE börsi kauplemissümbol on GE (General Electric, 2018).

General Electric on globaalne digitaalne tööstuslik ettevõtte, mis tegutseb 180 riigis ning annab tööd üle 300 000 inimesele (2017 10-k, 23.02.2018). 2017.a andmetel oli General Electric Fortune 500 andmetel USAs suuruselt 13. ettevõtte müügitulude alusel. Ettevõtte on olnud üks suuremaid dividendimaksjaid USAs (Matt Egan, 13.11.2017).

General Electric on läbi aegade olnud populaarne investering väikeinvestorite seas, kes omavad ca 40% ettevõtte aktsiatest (Andrew Bary, 17.02.2018). 2017.a sügisel kärpis ettevõtte väljamakstavat dividendi poole võrra, mis oli ühtlasi teine dividendide väljamakse vähendamine viimase 80 aasta jooksul. Esimene dividendide väljamakse vähendamine toimus 2009.a ülemaailmse finantskriisi ajal. 2017.a dividendide väljamakse vähendamine oli suure ettevõtte jaoks haruldane, sest majandustsükli tõusufaasis paljud ettevõtted tõstsid väljamakstavat

dividendi. Ettevõtte on andnud teada ümberstruktureerimisplaanidest vähendada administratiivset tööjõudu 25% võrra. Ühtlasi plaanib ettevõtte järgmise paari aasta jooksul vabaneda 20 miljardi dollari väärtuses tütarettevõtetest. Teiste seas vabaneda lambipirnide tootmisettevõttest, mis on olnud ettevõtte sümboliks viimased 125 aastat. Tänapäevaks on ettevõtte vabanenud oma kinnisvaraportfellist, kodumasinate tootmisüksustest ja meediavaldustest. Kõige hilisemalt on müüdnud ka vee-ettevõtte ja üksus, mis tootis elektroonikaseadmeid tarbimisteenuste (vesi, elekter, küte) pakkujatele.

General Electricu aastaaruanded on kogutud 2013.a ja kvartaliaruanded alates 2015.a. Autor vormistas General Electricu aastaaruannete kasumiaruanded ümber, et välja tuua brutokasum ning andmeid oleks võimalik võrrelda teiste lõputöös kajastatud ettevõtetega.

Ettevõtte aktsia saavutas tipu 2016.a juulikuus 33 dollari tasemel. Alates 2017.a septembrist hakkas aktsia hind langema ning uurimistöö kirjutamise hetkeks kaupleb aktsia 13\$ tasemel olles kaotanud ca 60% oma väärtusest (Lisa 2. General Electric aktsia hind)

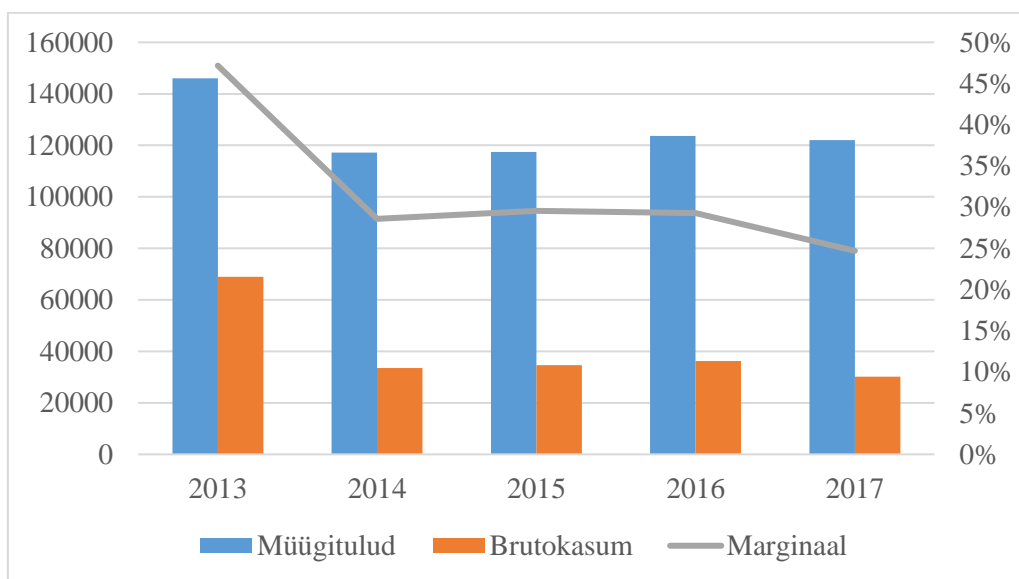
### **Juhtkonna analüüs**

Ettevõttes toimus juhi vahetus 2017.a juunis ning uue juhi ülesandeks sai ettevõtte kasumlikuks muutmine. Uus juht vähendas juhatuse liikmete arvu poole võrra. Müüdi ettevõtte eralennukid ning 2017.a lõpus vähendati dividendi väljamakset poole võrra. Uus juht tegeleb ettevõtte restruktureerimisega, kuid autori hinnangul on raske aru saada, kas ettevõttel õnnestub raskustest välja tulla. Pikaajased dividendimaksud ja ettevõtte hea maine võis edasi lükata otsust ettevõtte eelmise juhatuse poolt dividendide väljamakse vähendamiseks. Arvestades segaseid aegu ja ümberstruktureerimisi ettevõtte tegevuses ei oska lõputöö autor anda hinnangut uue juhatuse kompetentsile ja võimalikule efektiivsuse saavutamisele. Investoritel tuleks jälgida finantsnäitajate paranemise märke.

### **Müügitulud ja brutokasum**

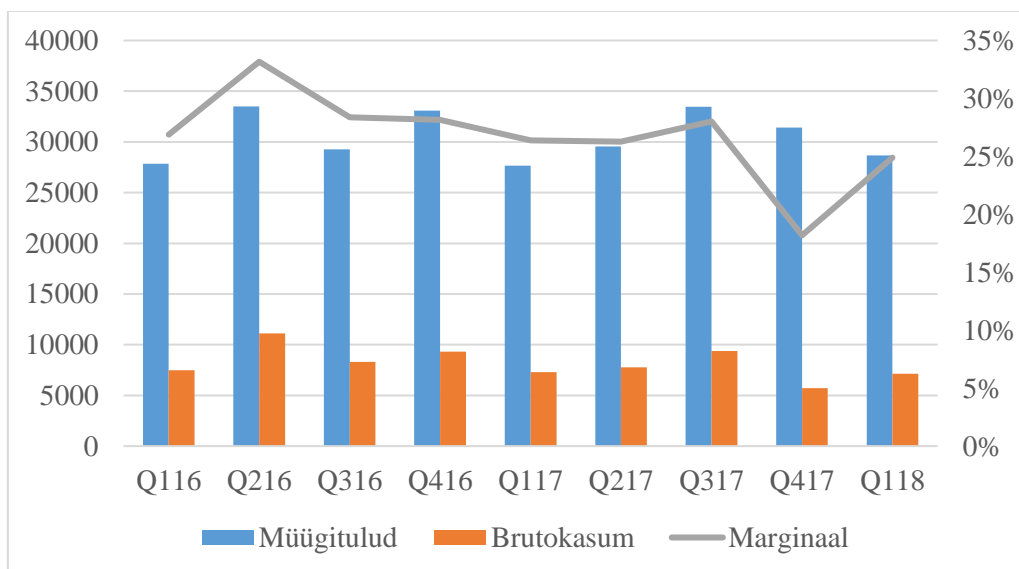
Ettevõtte müügitulud on peale 2013.a olnud väiksemad, mis peamiselt tulenes allüksuste müügist, kuid samal ajal on langenud ka brutokasumi marginaal. Alates 2014.a on brutokasumimarginaal 29% ja 2017.a langenud 25% peale. Samal ajal on müügitulud olnud suurel määral stabiilsed, mis viitab, et kas kasumlike üksuste müügile, hinnasurvele või müüdnud kaupade ja teenuste

kallinemisele. Allolevalt jooniselt on näha ettevõtte müügitulusid, brutokasumit ja brutokasumimarginaali alates 2013.a.



Joonis 2. General Electric Inc müügitulu ja brutokasum (miljonit)  
Allikas: Autori arvutused

Viimase kahe aasta kvartalitulemuste (Q) andmeid vaadates on näha brutokasumimarginaali langustrendi jätkumist. General Electricu suurus ja allüksuste mitmekesisus ei ole andnud tulemust brutokasumi marginaalide paranemiseks.



Joonis 2.1. General Electric Inc müügitulu ja brutokasum (miljonit)  
Allikas: Autori arvutused

## Suharvude analüüs

General Electricu aktsia ei ole olnud soodne 2016.a populaarsemate suhtarvude P/E ja P/BV põhjal väärtusinvesteeringu põhimõtetest lähetuvalt. Mõlemate suhtarvude baasil oli ettevõtte kõrgete näitajatega. Väärtusaktiaale olid sarnased näitajad CR 2,67, ROE 11%, netokasumi marginaal 7% ja dividendimäär 3%. Dividendimäär 3% võib tunduda väärtusinvestoritele ohutu, sest ohtlikuks peetakse üle 4% dividendimäära.

Tabel 1. General Electric Inc suhtarvud

Suhtarv/ aasta	2013	2014	2015	2016	2017
P/E	21,65	16,67	-49,18	27,00	-25,74
P/BV	2,06	1,83	2,88	2,61	1,78
Dividendimäär (%)	3	4	3	3	5
Puhaskasum/dividend	1,61	1,69	-0,66	1,12	-0,81
CR	2,76	1,49	2,14	2,67	1,73
D/E	2,19	1,88	1,95	1,05	1,42
ROE (%)	0	11	-6	11	5
FCF/E	0,15	0,15	0,15	-0,05	0,13
NCF/E	0,03	0,08	0,04	-0,45	-0,05
BV	13,38	13,63	10,41	10,34	9,83
PE*PB	289,75	227,22	-511,83	279,06	-252,95
P/E / Div.määr	753,76	468,16	-1603,71	819,10	-536,15
Netokasumi marginaal (%)	0	13	-5	7	3

Allikas: Autori arvutused

Kuigi mitmete suhtarvude poolest oli ettevõtte 2016.a andmete põhjal väärtusaktia sarnane, siis mitmed näitajad viitavad halvale investeeringule ja väärtuslõksule. Ettevõttel on kõrge võlatase, mis väljendub D/E suhtarvus 1,05, dividendide väljamakse kasumist aktsia kohta jääb alla 1,5. Vabade ja neto rahavoogude osakaal omakapitalist on negatiivne.

## Rahavood

Ettevõtte vabad rahavood on alates 2015.a olnud surve all. Allolevast tabelist on näha, et alates 2015.a on kasvanud intressikulud ning ettevõtte võlataseme intressimaksed koormavad tegevust. 13.novembril 2017 teatas ettevõtte uus juht, et ettevõtte vähendab dividendide väljamakset poole võrra.



Tabel 2. General Electric Inc rahavood (miljonit)

-	2013	2014	2015	2016	2017
Vaba RV	21004	20244	14824	-3768	8252
Neto RV	3905	11392	4430	-34003	-2948
Intressid	8690	2723	3463	5025	4869
Neto RV - intressid	-4785	8669	967	-39028	-7817

Allikas: Autori arvutused

## Hinnang

General Electric on populaarne inveseerimisaksia väikeaksionäride seas. Autori hinnangul võib populaarsus tuleneda ettevõtte edukast ja pikast ajaloost. Selle võtab kokku Barronsi artikli algus General Electricu kahtlasest väljavaatest: Veel paar aastakümnet tagasi oli General Electric Inc kõige imetlusväärsem ettevõtte maailmas, globaalne hiiglane, mida ülistati oma võime poolest olla efektiivne ja toota rikkust (Andrew Bary, 17.02.2018). Ettevõttele jäänud külge hea maine, kuid tegelikkuses on ettevõtte kursilt kõrvale kaldunud ning otsib väljapääsu eelnevatest juhtimisvigadest. Ettevõtte raskused väljendusid nii 2015.a kui ka 2016.a finantsnäitajates ja suhtarvudes. Ettevõtte plaanib restruktureerimiste käigus mitmeid muudatusi, kuid autori hinnangul ei ole selge lõpptulemus, sest sõltuvalt üksuse müügist võib langeda ka ettevõtte müügikäive ja/või kasum.

General Electricu lõks võis tuleneda pikaajalistest dividendimaksetest, mis viimastel aastatel ei olnud jätkusuutlik. Sellele viitas netokasumi/ dividendimakse suhtarv ning suur dividendide ja aktsiate tagasiostude koormus rahavoogudele.

Kuigi General Electricul olid mitmed väärtusaksiale omased suhtarvud nagu ROE, CR ja netokasumi marginaal, siis enamus lõputöö käigus välja toodud suhtarve ja finantnäitajaid viitas fundamentaalsetele raskustele ning rahavoogude ebaefektiivsele kasutamisele. General Electricu kui väärtuslõksu tuvastamine oli võimalik.

### 2.1.2. Mattel Inc

Mattel Inc on 1945.a loodud rahuvaheline mänguasjade tootja. Ettevõtte toote ja brändi portfelli kuuluvad Barbie, Fischer-Price, Hot Wheels, Match box ja paljud teised. Ettevõtte on esindatud 40 riigis ja müüb oma tooteid rohkem kui 150 riigis ning on maailma suuruselt teine mänguasjade tootja. Matteli aksia NASDAQi kauplemissümbol on MAT (Mattel, 2018).

Mänguasjatootjad on viimasel ajal kokku puutunud olukorraga, kus lapsed mängivad traditsiooniliste mänguasjadega vähem ning lühemat aega. Kui varem mängisid lapsed traditsiooniliste mänguasjadega vanuses 3-9 aastat, siis praegusel ajal keskmiselt vanuses 3-6 aastat. Muutus tuleneb elektroonikaseadmete osakaalust. Peale selle konkureerib nukkude sektoris Matteli tuntuma brändi Barbiega Hasbro Disney printsessinukud nagu Frozen. Viimase paari aasta jooksul on mänguasjade tootjate tulemusi mõjutanud USA ühe suurema mänguasjade edasimüüja Toys R Us'i raskused, mis tänaseks on välja kuulutanud pankroti kaitse ning alustanud USAs varade likvideerimist. Toys R Us'i raskused ei olnud otseselt seotud laste harjumusega mänguasjadega vähem mängida vaid kõrgeastmest ja tarbijate ostuharjumuse muutusest e-kaubanduse kasuks (Tonya Garcia, 20.04.2017). Matteli müügikäibest moodustab Toys R Usi osa ca 10%. Toys R Us oli viimane suur mänguasjade müügikett ilma milleta on tootjatel raskem oma vähemtuntuid kaupu tutvustada. Kuigi lapsed mängivad küll vähem mänguasjadega, siis peale selle avaldab survet kasumimarginaalidele e-kaubandus, milles domineerib Amazon, kes pidevalt survestab tootjaid müüma odavamate hindadega. Hiljutised raskused suurtel jaemüügiketidel nagu Walmart ja Target, avaldavad ka mõju, sest nende poodide müük moodustab vastavalt ca 20% ja 10% kogu Matteli müügituludest. (Paul R. La Monica, 09.03.2017).

Mattel on tarbijate käitumise muutusest aru saanud ning on teinud investeeringuid ostes ettevõtteid nagu Fuhu Inc ja Sproutling Inc. Fuhu Inc arendab kõrgtehnoloogilisi tooteid lastele ja perekondadele ning Sproutling on nutitehnoloogialahendusi pakkuv ettevõte, mis toodab läbimõeldud ja uuenduslike lahendusi, et aidata lastel ja perekondadel kasvada. Mattelil on plaan, et mõlemate ülevõetud ettevõtete meeskonnad hakkavad koostöös arendama uusi tooteid ja lahendusi (Mattel Inc, 29.01.2016). Aasta varem kirjeldab Ajaleht The Guardian uute tarkade Hello Barbide keelustamise kampaaniat, sest nukul on häältuvastus, vastab laste küsimustele ning saadab salvestused kolmandale osapoolle. Kampaania algas enne, kui toode Ühendkuningriikide turule müügile tuli (Samuel Gibbs, 13.03.2015).

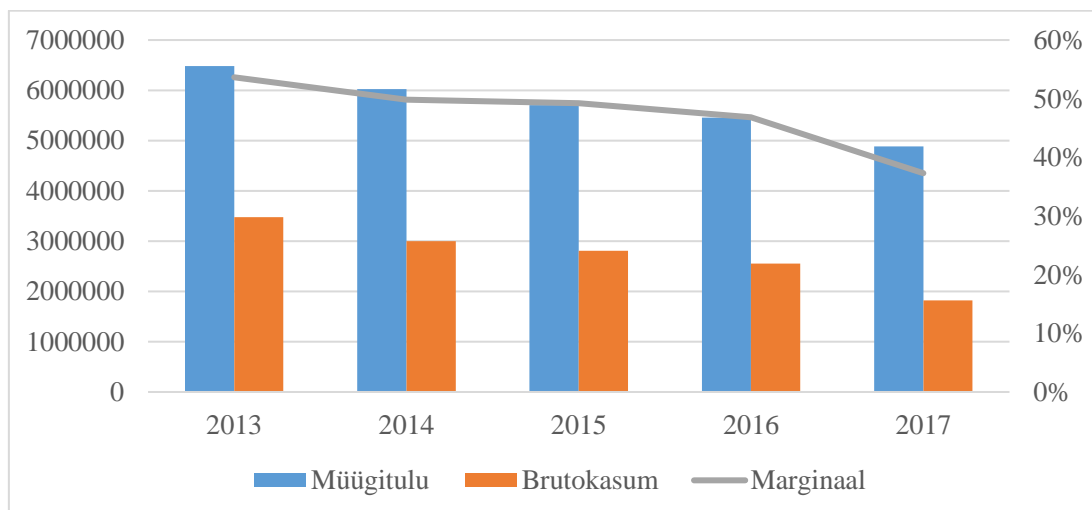
Mattel Inc aktsia kauples 2013.a lõpus 40-45 dollari vahel ning lõputöö kirjutamise hetkel kaupleb 14 dollari lähedal (Lisa 3, Mattel Inc aktsia hind).

## Juhkonna analüüs

Pikaaegsed dividendimaksud näitavad, et juhtkond soosib aktsionäridele väljamakstavad kasumit. Juhtkonna ratsionaalsuse suhtes tekib küsimus, kas dividendimaksega püüti hoida aktsia hinna väärtust või oleks tulnud dividendimaksud varem peatada, et relustada ettevõtte äritegevust. Ettevõtte juhtkond on läinud kaasa uue peavooluga elektroonika mänguasjade tootmise suunas, mis Buffetti juhtkonna hindamise kriteeriumi järgi on võimalik ohumärk. Kombineerides traditsioonilisi mänguasju tehnoloogiaga astus Mattel sammu tundmatusse. Eelkirjeldatud tarkade Barbide tagasiside avalikkuselt oleks pidanud olema selge märk uue ärisuuna edukuse kahtlusest.

## Müügitulud ja brutokasum

Alates 2013.a on Matteli müügitulud, brutokasum ja brutokasumi marginaal langenud, mis näitab ettevõtte raskusi oma tegutsemissektoris. Lõputöö autor ei too välja Matteli kvartaalseid andmeid, sest Matteli kogu müügituludest tekib 60% ulatuses kolmandas ja neljandas kvartalis. Langevate müügitulude põhjal võib järeldada, et Matteli investeeringud tarkade mänguasjade suunas ei ole ennast õigustanud sõltumata sellest, kas müügitulude ja brutokasumi langus on tingitud traditsiooniliste mänguasjade sektorist või uute elektrooniliste mänguasjade tootmisest. Müügitulude langus on tingitud ka Matteli suuremate edasimüüjate raskustest ning on näha, et ettevõtte ei ole suutnud leida uusi müügikanaleid.



Joonis 3. Mattel Inc müügitulu ja brutokasum (tuhat)  
Allikas: Autori arvutused

## Suhtarvud

Ettevõtte sarnanes väärtusaktisiale kõige enam 2013. aastaaruannete põhjal ning suuremad muutused toimusid 2013 - 2014.a . 2013.a seisuga oli ettevõtte suhtarvude poolest sarnane õiglaselt hinnatud väärtusaktisiaga. Ettevõtte P/E suhtarv oli 15,5, mida Garahami filosoofia alusel loetakse madalama taseme kõrgemaks piiriks. Ettevõtte dividendimäär oli 3,6% jäädes alla ohtlikuks peetava 4%. Ettevõttel olid tugevad CR, ROE, FCFE suhtarvud, netokasumi marginaal ning dividendimaksed netokasumist olid üle 1,5, mida peetakse ohutuks näitajaks. 2014.a alates on selgelt näha suhtarvude muutust.

Tabel 3. Mattel Inc suhtarvud

Suhtarv/ aasta	2013	2014	2015	2016	2017
P/E	15,50	27,40	23,15	32,26	-5,86
P/BV	4,32	8,72	2,93	-2,51	-1,14
Dividendimäär (%)	3,60	5,10	6,08	5,07	5,06
Puhaskasum/dividend	1,79	0,96	0,71	0,61	-3,37
CR	3,22	2,93	1,82	1,95	0,19
D/E	0,49	0,71	0,79	0,89	2,48
ROE (%)	28	17	14	13	-84
FCF/E	0,14	0,39	0,38	0,14	-0,26
BV	9,26	4,59	8,52	-11,95	-15,81
PE*PB	143,49	125,67	197,20	-385,56	92,71
P/E / Div.määr	4,31	7,21	3,81	6,37	-1,16
Netokasumi marginal (%)	14	8	6	6	-22

Allikas: Autori arvutused

2013.a oli Matteli ainukeseks ohumärgiks kõrge D/E suhtarv 0,49. Matteli väärtuslõksu tunnused ilmnevad 2014.a. Ettevõtte dividendimäär on üle 5% ja dividendimaksed puhaskasumist on 0,96 ning võlatase D/E suhtarv on 0,7. Ettevõtte jätkusuutlikkuse kindluses hakkas turg kahtlema 2014. esimeses poolaastas.

## Rahavood

Kui 2013.a oli Matteli aktsia suhtarvude poolest õiglaselt hinnatud, siis rahavoogude analüüsimisel ilmnevad ohumärgid ettevõtte rahavoogude ebaefektiivsest kasutamisest 2013.a. Ettevõtte neto rahavood on olnud negatiivsed alates 2013.a.

Tabel 4. Mattel Inc rahavood (tuhat)

-	2013	2014	2015	2016	2017
Vaba RV	446372	628117	480376	332316	-324773
Neto RV	-540739	-63858	-34697	-219367	-636746
Intressid	72950	71889	78040	85974	97437
Neto RV - intressid	-613689	-135747	-112737	-305341	-734183

Allikas: Autori arvutused

Ettevõtte D/E suhtarvu ja intressikulude kasv ning negatiivsed neto rahavood näitavad, et ettevõtte põhitegevus ei genereeri piisavalt raha võetud kohustuste katmiseks. Ettevõtte jätkas aktsiate tagasisoste ja maksis dividende ning selle tulemusena ei suutnud taaselustada oma põhitegevust. Alates 2018.a dividendide väljamaksed peatati.

## Hinnang

Matteli pikaajaline dividendimakse ajalugu näitab väärtusinvesteerimise põhimõtte järgi ühelt poolt juhtkonna sõbralikkust aktsionäride suhtes ning võib oletada, et alates 2014.a on kõrge dividendimäär meelitanud paljusid tuluinvestoreid aktsiat soetama. 2014.a alates on hakanud ka ilmema, et dividendide väljamaksed ei ole jätkusuutlikud. Ettevõtte dividendide väljamaksed ja aktsiate tagasiosustud tehti ajal, millal ettevõtte tulud vähenesid. Seda võib lugeda juhtkonna veaks anda järgi aktsionäride survele. Ettevõtte investeeringud uutesse ettevõtetesse, kõrge võlatase, kasvavad intressimaksed ja rahavoogude ebaefektiivne kasutamine olid kõik selged tunnusused Matteli aktsiast kui väärtuslõksust.

### 2.1.3. Gamestop Inc

Gamestop on ülemaailne jaemüügikett, mis müüb videomänge, popkultruuri kollektsoonkaupa, tarbija elektroonikat ja telekommunikatsiooniteenuseid rohkem kui 7200 poes 14 erinevas riigis. Ettevõtte tegeleb ainult enda poodidega ja frantsiisi oma kaubamärki ei müü. Gamestopi NASDAQi börsi kauplemissümbol on GME (Gamestop, 2018).

Ettevõtte peamine müügitulu tulenes arvuti- ja videomängude müügist füüsilistel andmekandjatel. Erinevate platvormide digitaalsete mängude müük ja e-kaubanduse konkurentsi suurenemine avaldas mõju ettevõtte poodide müügituludele. Teine suur müügitulude allikas oli kasutatud mängude kokkuost ja nende müük, mis samuti on langustrendis põhjusel, et üha enam ostetakse mänge digitaalsel kujul. Ettevõtte tegi investeeringuid ostes AT&T'lt jaekaubandusketi ja avas

popkultuuri kollektsoonikaupade poeketi, et vastu seista põhitegevuse müügitulude kahanemisele. Videomängude müügi langus poodides on peamine põhjus, miks investorid peavad Gamestopi väärtuslõksuks ja sageli võrreldakse ettevõtet Blockbustersi traditsioonilise videolaenutusega, mis tehnoloogia arengu ja tarbijate harjumuse muutumise tõttu raskustesse sattus ja tegevuse lõpetas. Blockbusteriga võrdlusele lisab kaalu viimase aja trend suuremate arvuti- ja videomängude tootjate poolt pakutav kuutasu põhine mängude allalaadimise teenus, mis vähendab vajadust osta mängu füüsilisel kujul.

Gamestopi aktsia hind alustas pikema langusega 2015.a sügisest, millal aktsia hind kauples oli 40-45 dollari vahemikus. Lõputöö kirjutamise hektiks kaupleb aktsia 13-14 dollari juures. Olles kaotanud oma väärtusest ligi 70% väljamakstud dividende arvestamata (Lisa 4, Gamestop Inc aktsia hind).

### Juhtkonna analüüs

Ettevõtte on teinud stabiilseid dividendide väljamakseid, mis tähendab, et juhtkond on aktsionäride sõbralik väärtusinvesteeringu põhimõttel. Juhtkond on aru saanud survest põhitegevusele ning läbi investeeringute mitmekesistanud ettevõtte müügitulusid. Ettevõtte finantsid on juhitud konservatiivselt, mistõttu on ettevõttel tugev bilanss. See kajastub ka erinevates suhtarvudes ja finantsnäitajates Gamestopi finantsnäitajate peatükis.

Autor juhib tähelepanu kahe viimase aasta majandustulemuste avaldatud prognooside erinevusele:

Tabel 5. Gamestop Inc majandusaasta prognoosid 2017 ja 2018.

2017		2018	
Müügitulude kasv (%)	-2,0 kuni 2,0	Müügitulud (%)	-2 kuni -6
Põhitegevuse poodide tulud (%)	-5,0 kuni 0	Põhitegevuse poodide tulud (%)	0 kuni -5
Kulum \$	150,0 kuni 160,0	Tulumaksumäär (%)	26 kuni 27
Tulumaksumäär (%)	35,0 kuni 35,5	Korrigeeritud non GAAP EPS (\$)	3,00 kuni 3,35
Äri kasumi marginaal (%)	6,5 kuni 7,0	-	-
Puhaskasum (\$)	320,0 -354,0	-	-
Kasum lihtaktsia kohta (\$)	3,1 kuni 3,40	-	-
Põhivara investeeringud (\$)	110,0 kuni 120,0	-	-

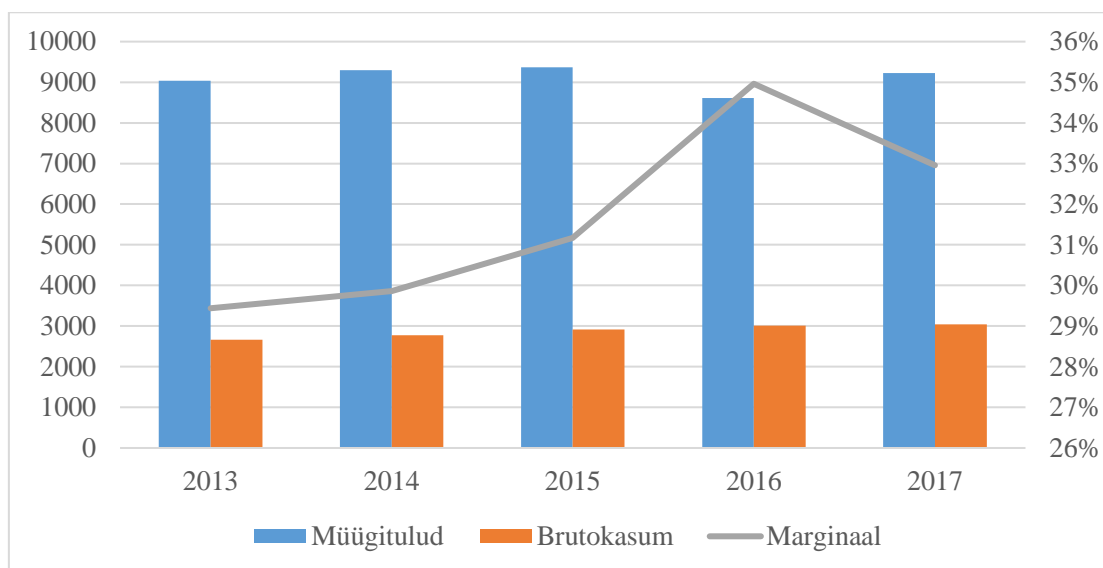
Allikas: Autori kogutud andmed Gamestop aastaaruanded 10-k.

Ettevõtte on 2018.a prognoosist välja jätnud kulumi, äri kasumi marginaali, põhivara investeeringud ja netokasumi. Ettevõtte annab 2018.a kasumi aktsia kohta EPS prognoosi

märkides, et tegemist on non-GAAP edasivaatava prognoosiga, sest GAAP finantsandmete mõõtmiseks puudub info põhjusel, et potentsiaalsed korrigeerimised võivad suurel määral mõjutada GAAP tulemusi. Eeloleva põhjal ei väida autor, et juhtkond on ebapädev, kuid midagi takistab juhtkonnal tegelike tulemusi avaldamast või ei suudeta 2018 majandusaasta alguses enam ettevõtte tegevust prognoosida. Kui ettevõtte juhtkond ei oska täpselt prognoosida tulevast puhaskasumit, siis kuidas ja mille põhjal suudavad seda teha väikeinvestorid. Tähelepanu tuleb pöörata ka põhitegevuse poodide müügituludele (same store sales), millest on välja arvatud AT&T elektroonikapoodide käive, milles uuesti prognoositakse kuni -5% vähenemist.

### Müügitulud ja brutokasum

Alates 2013.a on Gamestopi müügitulud olnud stabiilsed ning brutokasumi marginaal kasvanud ning seda olukorras, kus ettevõtte põhitegevus on kahanenud. Juhtkonna investeeringud ettevõtte äritegevuse mitmekesistamiseks on andnud positiivse tulemuse. Sellegipoolest on näha, et 2017.a brutokasumi marginaal võrreldes 2016.a on langenud, mis tähendab tootlikumate üksuste osakaalu vähenemist kui ka otseste müüdud teenuste- ja kaupade kulude kasvu. Lõputöö autor ei too välja Gamestopi kvartaalseid näitajaid, sest suurem osa müügituludest saadakse aasta kolmandas ja neljandas kvartalis.



Joonis 4. Gamestop Inc müügitulu ja brutokasum (miljonit)  
Allikas: Autori arvutused

## Suhtarvud

Gamestopil olid 2016. majandusaastaruande seisuga väärtuskaktsiale omased tunnused. Grahmi näitajate järgi oli ettevõttel madal P/E 6,4 ja P/BV 1,5 ning Grahmi kahe suhtarvu korrutis on 9,7 ehk alla 22. Ettevõtte vastab 2016.a näitajate poolest kõikidele Grahmi ja Buffetti suhtarvudele välja arvatud CR 1,22, mis jääb alla soovitatud 2. 2014.a seisuga enne aktsia hinna suure languse algust oli ettevõtte mitmete suhtarvude põhjal soodne.

Tabel 6. Gamestop Inc suhtarvud

Suhtarv/ Aasta	2013	2014	2015	2016	2017
P/E	19,85	12,94	12,37	6,46	47,26
P/BV	4,83	5,05	4,96	1,50	1,85
Dividendimäär (%)	2	3	3	7	9
Puhaskasum/dividend	2,71	2,64	2,61	2,27	0,22
CR	1,13	1,26	1,08	1,22	1,33
D/E	0,03	0,17	0,17	0,38	0,37
ROE (%)	16	19	19	17	2
FCF/E	0,28	0,16	0,23	0,19	0,14
NCF/E	0,22	0,08	0,16	0,11	0,07
BV	12,42	8,90	9,48	14,64	8,63
PE*PB	95,91	65,37	61,29	9,70	87,63
P/E / DIV <sub>y</sub>	10,67	4,42	4,00	0,95	4,99
Puhaskasumi marginal (%)	4	4	4	4	0

Ettevõtte tugev bilanss on peamine põhjus Gamestopi tugevatele suhtarvudele. Erinevate aastatel võib ettevõtte suhtarvude baasil olla erinevalt hinnatud, kuid raskustele viitavaid tunnuseid ei ilmne enne 2017.a Üheks ohumärgiks väärtuslõksu tuvastamisel on P/E suhtarvu jagamine dividendide väljamaksemääraga, mis 2016.a andmete põhjal oli alla 1 ning seda peetakse ohumärgiks.

## Rahavood

Gamestop on genereerinud positiivseid vabasid rahavoogusid. Ettevõtte on kuni 2017.a rakendanud suurt aktsiate tagasiostuprogrammi ning uute poekettide ostmiseks võtnud laenu, mis hakkas kajastuma 2016.a aruandes. Sellega seoses on kasvanud ka intressimaksed.



Tabel 7. Gamestopi Inc rahavood

-	2013	2014	2015	2016	2017
Vaba RV	636,8	320,9	483,6	394,4	321,1
Neto RV	96,9	-68,3	-1,6	44,5	143,9
Intressid	4,7	10,7	23	53	55,3
Neto RV - intressid	92,2	-79	-24,6	-8,5	88,6

Ettevõtte aktsiate tagasisostud on avaldanud mõju neto rahavoogudele, mis põhitegevuse turuosa kaotuse juures võib olla ohumärgiks jätkusuutlikkusele 2014-2016.a. 2017.a kui ettevõtte vähendas omaaktsiate tagasioste on netorahavood positiivsed ka peale intressimakseid, mis annab ettevõttele võimaluse võetud kohustuste katmiseks või äritegevuse arendamiseks.

## Hinnang

Autori hinnangul on Gamestop hästi juhitud ettevõtte. Kuigi juhtkond ei oska anda raamatupidamistavale vastavaid prognoose, siis äritegevuse mitmekesistamine ja tugev bilanss on hoidnud ettevõtte müügitulusid stabiilsena ja võimaldanud ettevõttel genereerida positiivset vaba rahavoogu. Seda ajal kui tarbijate harjumused on muutumas ning paljud jaeketid on raskustes. Erinevad mahakandmised ja varade ümberhindlused on omased esimest tüüpi väärtuslõksudele. Ettevõtte müügitulusid vaadates tuleb arvestada, et stabiilsus ja kasv ei ole tulnud orgaaniliselt vaid uute poekettide ostuga. 2016.a suhtarvude põhjal on Gamestop ideaalne näide väärtuslõksust, sest ettevõtte on praktiliselt iga näitaja poolest sarnane väärtusaktsiale. Gamestopi lõks tuleneb sellest, et ettevõtte ei kasutanud piisavalt oma vabasid rahavoogusid tegevuse taaselustamiseks ja samal ajal võib kaotada vana ärimudeli hääbumisega rohkem kui uued investeeringud sisse toovad ning võimalikud mahakandmised võivad mõju avaldada kasumlikkusele. Suhtarvude ja finantsnäitajate põhjal on väga raske tuvastada Gamestopi kui väärtuslõksu.

### 2.1.4. AT&T Inc

AT&T on Ameerika Ühendriikide konglomeraat suuruselt maailma suurim telekomi ettevõtte ja mobiilside teenustelt suuruselt teisel kohal ning Ameerika Ühendriikide suurim telefoniliinide teenuste ettevõtte. AT&T NYSE börsikauplemise sümbol on T. (AT&T, 2018)

AT&T ajalugu ulatub aastasse 1885, kui Alexander Graham Bell lõi ettevõtte Bell Telephone Company. Ettevõtte üheks allüksuseks oli American Telephone and Telegram Company (AT&T).

Juriidilistel põhjustel omandas AT&T ettevõtte Bell Telephone Company. Alates sellest ajast on AT&T sideteenuste arenguga kaasas käinud ning laiendanud oma haaret kasvades maailma suurimaks telekomi ettevõtteks läbi ühinemiste ja jagamiste (*Ibid*).

AT&T viimase aja suurimaks plaaniks on soov omandada meediaettevõtte Time Warner Inc 109 miljardi dollari eest miinus netokohustused. Time Warner on massimeedia ettevõtte, mille kuulsamateks kaubamärkideks on HBO, Turner Broadcasting (CNN, TNT, Cartoon Network,...) ja Warner Bros. AT&T'l on soov hakata oma klientidele pakkuma enda meediatooteid ja teenuseid ning Time Warneri ülevõtmine annab selleks võimaluse (David Trainer, 15.11.2016). Megatehingule ja ühinemisele seisab vastu USA Justiitsministeerium (Department of Justice), kelle arvates võib tehing rikkuda konkurentsioigust ning tarbijad võivad olla kannatajaks. Lõputöö kirjutamise ajaks on ühinemine jõudnud kohtusse, kus AT&T vastaspooleks on USA Justiitsministeerium (Ted Johnson, 24.04.2018).

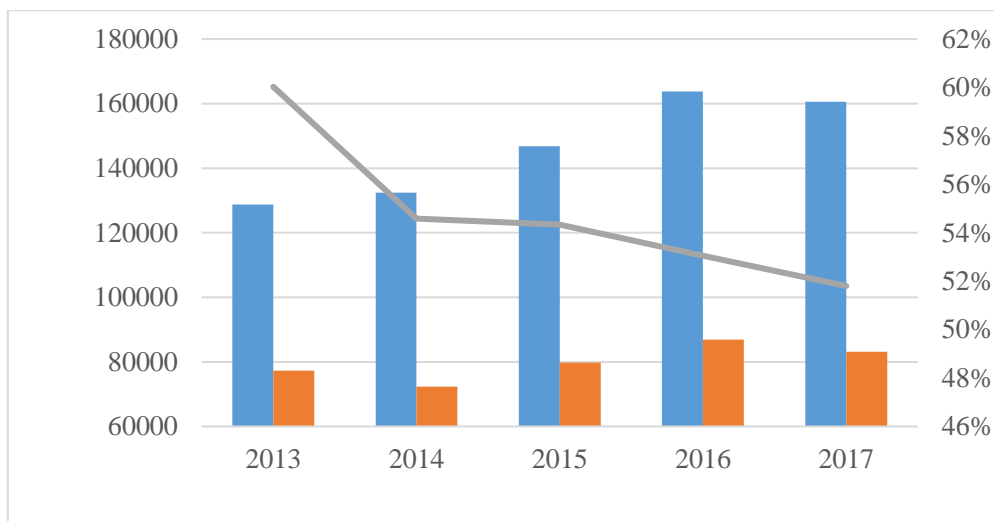
AT&T aktsia hind ei ole veel suurt langust läbi teinud. Kuigi 2016.a ja 2017.a kõrgematest tasemetest 40-44 dollari on hind langenud lõputöö kirjutamise hetkeks 30-35 dollari juurde (Lisa 5. AT&T aktsia hind).

### **Juhkonna analüüs**

Ettevõtte on pikaajaline dividendide maksja, mis näitab juhtkonna sõbralikkust aktsionäride vara suurendamisel. Ettevõtte 2017.a dividendide väljamaksemäär aktsia kohta oli 6%. Ettevõtte on saanud aru äritegevuse elustamise vajadusest, mistõttu on juhatus otsustanud laiendada ettevõtte haaret ning soovib üle võtta massimeediaettevõtet. Autoril on raske anda hinnangut juhtkonna ratsionaalsuses, sest tehingu suuruse tõttu on kasvanud ka ettevõtte kohustused ning meediavaldkonnas on tihe konkurents.

### **Müügitulud ja brutokasum**

Ettevõtte müügitulud on stabiilselt kasvanud, kuid brutokasumi marginaal on alates 2013.a iga aastaga vähenenud, mis annab märku survest põhitegevusele. AT&T suurus annab ettevõttele konkurentsieelise, kuid turuosa hoidmine võib tulla odavamaga müüdud toodangust/teenustest või on kasvanud otsesed kulud.



Joonis 5. AT&T Inc müügitulu ja brutokasum (miljonit)  
Allikas: Autori arvutused

## Suhtarvud

2017.a andmete põhjal on AT&T'l mitmed väärtusaksiale sarnased tunnused. Ettevõtte madala P/E ja P/BV tase. Grahami P/E ja P/BV korrutise väärtus on 11,17. Ettevõtte maksab üle keskmise kõrgemat dividendi mille väljamaksemäär on 6%. 2017.a omakapitali tootlikus on 21% ja puhaskasumi marginaal on piisavalt kõrge.

Tabel 8. AT&T Inc suhtarvud

Suhtarv/ Aasta	2013	2014	2015	2016	2017
P/E	10,23	28,23	14,35	20,48	7,34
P/BV	1,93	2,01	1,70	2,13	1,52
Dividendimäär (%)	5	5	6	4	6
Puhaskasum/ dividend	1,89	0,67	1,25	1,09	2,42
Puhaskasum/div korrig. erak tulud	-	-	-	-	1,25
CR	0,66	0,88	0,75	0,76	0,97
D/E	0,76	0,91	1,02	1,00	1,16
ROE (%)	20	7	11	10	21
FCFE	0,15	0,11	0,13	0,14	0,12
BV	18,10	17,40	20,00	20,20	23,00
PE*PB	19,79	56,78	24,39	43,59	11,17
P/E : DIVY	2	5,34	2,58	4,56	1,3
Puhaskasumi marginaal (%)	14	5	9	8	19

Allikas: Autori arvutused

Lõputöö autori hinnangul on 2017.a suhtarve vaadates arusaadav, miks AT&T on väärtusinvestorite seas populaarne. Kuid uuride lähemalt võimalike ohumärke väärtuslõksude tuvastamisel, siis ettevõttel on seoses Time Warneri ülevõtmisega võetud suured kohustused. D/E suhtarv on viimase viie aasta jooksul kasvanud ning 2017.a on 1,16, mis on kordades suurem kui 0,4. Autori hinnangul võib see tuleneda ka ettevõtte sektorist, kuid käesoleva lõputöö raames sektori keskmiseid näitajaid ei uurita. Üheks suureks ohumärgiks on ettevõtte dividendide väljamaksmise jätkusuutlikkus. Puhaskasumi jagamisel dividendide väljamaksega aktsia kohta peetakse ohutuks suhtarvu, mis on suurem kui 1,5. AT&T puhul oli see suhtarv ohutu ainult 2013.a. Alates 2014.a ei ole suhtarv ületanud 1,5 taset. 2017.a EPSi suurus tulenes tulumaksutagastusest. Kui aruandelisest puhaskasumist välja arvestada tulumaksutagastus ning erinevalt varasematest on autor arvestanud 0 maksumäära, siis saame suhtarvuks 1,25. Sõltumata ükskõik, millisest tegelikust maksumäärast väheneks ka suhtarv. Seega ettevõtte dividendide väljamakse ei ole jätkusuutlik. Lõputöö autori arvates hindab seda ka turg, sest P/E ja dividendimäära jagamise suhtarv on 1,3 ja seda peetakse ohumärgiks.

## Rahavood

Ettevõttel on läbi aastate olnud tugevad vabad rahavood ning positiivsed neto rahavood, kuid sellegipoolest ei kasuta ettevõtte rahavoogusid efektiivselt.

Tabel 9. AT&T Inc rahavood (miljonit)

-	2013	2014	2015	2016	2017
Vaba RV	13852	9905	15865	16864	17601
Neto RV	-8872	-1264	5396	4555	5100
Intressid	3940	3613	4120	4910	6300
Neto RV-intressid	-12812	-4877	1276	-355	-1200

Allikas: Autori arvutused

Autori hinnangul ei ole ettevõttel põhitegevusest piisavalt rahavoogusid, et peale dividendide makseid ja aktsiate tagasioste katta võetud laene. 2017.a erinevus tuleneb Time Warneri ülevõtmisega võetud laenust. Samal ajal ei ole tehing veel tänaseks lõpuni viidud ning ei ole teada, mis saab olema lõplik ühinemise tulemus rahavoogudele.

## Hinnang

AT&T on olnud ajalooliselt populaarne aktsia väärtus- ja tuluinvestorite seas ning autori hinnangul võib sellest olla surve juhtkonnale dividendide väljamakstete jätkamiseks. Põhitegevuse marginaalid langevad, laenude intressid kasvavad ning ettevõtte maksab suure osa kasumist dividendideks ja teostab omaaktsiate tagasiostmist, mis pikas perspektiivis ei ole jätkusuutlik. Väärtusinvestoritel võib olla õigus, kui Time Warneri ühinemine viiakse edukalt lõpuni ning kahe ettevõtte sünergiast tekivad uued rahavood, mis parandavad ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkust. AT&T dividendimäär on peaaegu võrdne 2017.a P/E tasemega, mis on üheks ohumärgiks. Autori hinnangul on AT&T puhul tegemist väärtuslõksuga, mis ei ole veel täielikult käivitatud.

### 3. VÄÄRTUSLÕKSU TUVASTAMINE

Väärtuslõkse on allikates kirjeldatud erinevatelt. Tunnustest on välja toodud kõrgeid võlatasemeid, fundamentaalanalüüsil põhinevaid suhtarve nagu madal P/E ja P/BV ning mitmeid teisi ohumärke. Lõputöö autori hinnangul võivad väärtuslõksud olla erinevad sõltuvalt investorite tüübist. Üldise definitsiooni järgi on väärtuslõks sarnane väärtusaktsiale eelkõige soodsate suhtarvude põhjal. Investoritel tuleks olla ettevaatlik, kui soodsad suhtarvud tekivad majandustsükli kasvufaasis ilma suurema turu languseta. Siinkohal tuleb arvestada, et ettevõtte tegevus ei ole tsüklilise iseloomuga või ettevõtte ei tegutseks toorainetesektoris. Soodsad suhtarvud võivad olla märgiks fundamentaalsest ohust ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkusele. Autori hinnangul aitab väärtuslõksudesse investeerimisele kaasa investeerimisobjekti hea maine, **ajalugu** ning mineviku suhtarvud, mis võivad olla investoritele peamiseks eksitajaks. Näitena toob autor välja Forbes'is 2013.a aprillis ilmunud artikli kokkuvõtte: Mattel on juhtiv ettevõtte meelelahutustoodete sektoris oma **ajalooliselt** tugevate tulemustega ja helge tuleviku väljavaatega. Ettevõttel on tugevad rahavood, mida toetab tugev bilanss ning ettevõtte premeerib aktsionäre läbi dividendide väljamakse suurendamise ja aktsiate tagasiostuprogrammidega. 2013.a seisuga on aktsia õiglaselt hinnatud ning investorid võivad julgelt alustada aktsiasse positiooni võtmisega (Chuck Carnevala, 23.04.2017). Lõputöö autor juhib tähelepanu aktsia hinnale, mis artikli ilmumise hetkel oli 45 dollarit ning ühtlasi kõrgeim Matteli aktsia hind viimase viie aasta jooksul. Tuues siinjuures näiteks veel Gamestopi 2016.a suhtarvud ning tugevad rahavood, on mõistetav, miks paljud investorid väärtuslõksudesse satuvad. Jättes kõrvale ettevõtte ajaloo ja populaarsed väärtusinvesteerimise suhtarvud, tuleks investoritel väärtuslõksude tuvastamiseks keskenduda ettevõtte jätkusuutlikkuse hindamisele ning proovida aru saada, mis tüüpi väärtuslõksuga on tegemist. Lõputöö autori hinnangul aitab väärtuslõkse leida juhtkonna tegevuse hindamine. Aru tuleks saada, kas juhtkond kasutab ettevõtte vahendeid kahaneva äri taaselustamiseks või jätkab endise suunaga nagu ettevõtte raskused oleks ajutised.

Väärtuslõksud tekivad veel investoritele, kes jätavad arvestamata ettevõtte turuosa vähenemise või või suuremad muutused ettevõtte tegevusvaldkonnas. Tuleb arvestada, et tugeva bilansiga

ettevõtted peavad raskustele paremini vastu ja läbi aktsiate tagasiostuprogrammide on võimelised suurendama puhaskasumit aktsia kohta ning vähenevatel müügituludel ei ole nii kiiret mõju ettevõtte finantsnäitajate halvenemisele. Kahanevast turuosast või raskustest annab üldise ülevaate müügitulud ja brutokasumi marginaal. Mitmete lõputöös hinnatud ettevõtete brutokasumi marginaalid olid languses, mis näitab kas otseste müüdud toodete ja teenuste kulude kasvu või survet ettevõttele müüa kaupu ja teenuseid odavamalt hinnaga.

Jätkusuutlikkuse hindamiseks on mõistlik esmalt vaadata ettevõtte võlakoormust eelkõige intressikandvate kohustuste näol ning kasutada selleks D/E suhtarvu, mille läbi on võimalik hinnata ettevõtte toimetulekut raskuste korral. Tugeva bilansiga ettevõtete puhul nagu Gamestop, kelle võlatase on madal, ei näita D/E suhtarv võimalikke raskusi.

Autori hinnangul tuleks väärtuslõksu tuvastamist alustada rahavoogude analüüsimisest ning suhtarvudest vaadata D/E ja netokasum/ dividendide suhtarvu. Kui D/E suhtarv näitab võlakoormuse osatähtsust omakapitalist, siis netokasumi/ dividendide suhtarv näitab, kui suure osa puhaskasumist maksab ettevõtte dividendideks. Liiga suur väljamakse võib olla ohuks ettevõtte jätkusuutlikkusele või on oht dividendide väljamakse vähendamiseks, mis sõltuvalt ajast avaldab erinevat mõju aktsia hinnale.

Ühe võimalusena on hinnata turu arvamust ettevõtte suhtes ning ettevaalik tasub olla, kui P/E suhtarvu jagamine dividendimäära numbriga on 1. Valimis olnud ettevõtete seas oli suhtarvu 1 näha kahel korral 2016.a Gamestopi andmetest ja 2017.a AT&T andmetest.

Mitmetel väärtuslõksudel on piisavad vabad rahavood ning lõks tuleneb rahavoogude ebaefektiivsest kasutamisest. Rahavoogude efektiivne kasutamine aitab hinnata ka eelpool nimetatud juhtkonna tegevust rahavoogude kasutamisel. Lõputöö autor vaatles ettevõtte võimet maksta võetud kohustuste intressimakseid. Selle leidmiseks arvestas vabadest rahavoogudest maha aktsiate tagasiostud ja dividendimaksud ning lahutas sellest summast intressimaksud. Kuigi aktsiate tagasiostu programmid on eelnevalt paika pandud, siis nende rakendamine ettevõtte tegevuse raskuste korral võib olla koormavaks teguriks ning tihti alustatakse aktsiate tagasiostu kui aktsia hind ei ole põhja saavutanud. Lõputöö autor leidis, et kõige paremini aitab väärtuslõkse tuvastada alljärgnevad tunnused:

- $D/E > 0,4$ . Võlg võib olla koormavaks teguriks ettevõtte jätkusuutlikkusele. Eriti raskuste ilmnemisel.

- Netokasum/ Dividend < 1,5. Kui ettevõtted maksavad liiga suure osa puhaskasumist ei jäta nad endale piisavalt vahendeid äritegevuse tugevdamiseks.
- Netorahavood – Intressid on negatiivsed, mis tähendab, et ettevõttel ei jätku piisavalt vahendeid intresse maksta. Seega ei ole ettevõtte põhitegevuse rahavoogudest võimaline tasuma laenude tagasimakseid.
- Brutokasumi marginaali langus näitab survet müüa kaupu odavamalt või otseste müügikulude kasvu. Mõlemal juhul mõjutab see ettevõtte kasumlikkust.

Benjamin Grahami väärtusinvesteerimise teooria on kehtiv erinevate kriiside ajal, mis kvaliteetsete ettevõtete aktsia hinda mõjutavad ning väärtuse leidmine toimub suuremate börsilanguste ajal. Otsides soodsaid aktsiaid tõusvatel turgudel on suur tõenäosus, et tegemist võib olla väärtuslõksuga. Kuid väärtuslõks võib tuleneda veel mitte ainult soodsalt hinnatud ettevõtte seast vaid ka õiglaselt või kallilt hinnatud ettevõtete hulgast. Nii väärtusinvesteerimisel kui ka lühikeseks müügi strateegia kasutamisel tuleks hinnata ettevõtte jätkusuutlikkust võetud kohustuste katmisel ja rahavoogude efektiivset kasutamist. Warren Buffetti üheks investeerimisfilosoofia kriteeriumiks oli hinnata juhtkonna iseseisvat mõtlemist, et juhtkond ei läheks kaasa uute trendidega. Autori hinnangul võib viimase aja üheks selliseks trendiks olla aktsiate tagasiostu programmid, mis küll suurendavad kasumit aktsia kohta, kuid raskustes ettevõtte ei peaks kulutama vahendeid aktsiate tagasiostmiseks ajal, kui aktsia hinnad on suhteliselt kallid ning ettevõtte ise on raskustes. Seda veel eriti juhul, kui tagasiostu programmi rahastus toimub läbi laenude. JP Morgani andmetel rahastati 2015.a ligi kolmandik aktsiate tagasiostuprogramme S&P 500 ettevõtete seas osaliselt või täielikult läbi laenude ( Sam Ro, 13.11.2015).

Traditsiooniliste väärtusinvesteerimisele omaste suhtarvude põhjal on raske hinnata ettevõtte väärtuslõksu staatust. Mitmetel juhtudel olid valimi ettevõtete aktsia hinnad enne suuremat langust kas õiglaselt või kallilt hinnatud tuntumate suhtarvude baasil ning siin tuleb veel arvestada, et mitmed hinnaga seotud suhtarvud muutuvad koos aktsia hinnatasemega. Väärtuslõksu tuvastamiseks on oluline aru saada ettevõtte tulevase raskuse tulenevalt turuosa kaotamisest või hinnata ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkust läbi rahavoogude kasutamise ja võlataseme mõjust teist tüüpi väärtuslõksude puhul.



## KOKKUVÕTE

Viimase kümne aasta jooksul on kasvuaktsiatesse investeerimine tootluse poolest ületanud väärtusaktsiatesse investeerimist, kuid sellegipoolest on paljude investorite peamiseks fundamentaalanalüüsil põhinevaks strateegiaks väärtuspõhine investeerimine. Põhjused selleks võivad olla erinevad, kas väärtusaktsiate dividendide väljamaksed, maailma tuntuima investori Warren Buffetti kuulsus või lihtsalt väärtusinvesteerimise suurem populariseerimine. Väärtusaktsiate madala tootlikkuse üheks põhjuseks võib olla suur väärtuslõksude osakaal aktsiate seas. Lisaks on ka suured ja tuntud investori investeerinud väärtuslõksudesse, mis näitab väärtuslõksude tuvastamise keerulisust. Käesoleva lõputöö eesmärk oli välja selgitada, kas väärtuslõkse on võimalik eristada väärtusaktsiatest ühtsete tunnuste ja kindla metoodika alusel.

Lõputöö käigus andis autor ülevaate väärtusinvesteerimise populaarsusest ja ajaloo tuues välja väärtusinvesteerimisele aluse pannud Benjamin Grahami ja maailma kuulsama väärtusinvestori Warren Buffetti investeerimise põhimõtted. Seejärel kogus autor kvalitatiivset meetodi kasutades väärtuslõksude kirjeldusi erinevatest inglise keelsetest interneti allikatest ning tõi välja erinevad tunnused, mis paljude näitajate poolest olid sarnased. Lõputöö erinevates osades tõi autor näiteid fondijuhtide eksimustest väärtusinvesteerimisel. Lõputöö autor valis subjektiivselt valimisse neli ettevõtet, milleks olid General Electric, Mattel ja Gamestop, mille aktsiate hinnad olid lõputöö kirjutamise hetkeks juba langenud vähemalt poole võrra ning AT&T, mille aktsia hind ei ole veel suurt langust läbi teinud, kuid millel on väärtuslõksu tunnused. Kõikide ettevõtete puhul uuris lõputöö autor ettevõtte ajalugu ja tausta ning üldist ettevõtte sektori turuolukorda. Seejärel hindas juhatuse tegevust ning uuris müügitulusid ja brutokasumit, erinevaid väärtusaktsiale ja väärtuslõksule omaseid suhtarve ning rahavoogude kasutamist.

Väärtuslõksude eristamine võib olla tegelikkuses väga keeruline, mis annab vastuse ka suurte fondijuhtide eksimustest. Paljude ettevõtete puhul on suht- ja finantsarvude põhjal raske hinnata turuosa ja konkurentsielise võimalikku kadumist, mistõttu tuleks vaadata ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkust ja hinnata juhtkonna otsuseid muutustega toimetulekuks.

Müügitulud ja brutokasum ei anna alati märku ettevõtte tegelikest probleemidest. Ka erinevad aktsia hinnal põhinevad suhtarvud muutuvad ajas. Gamestopi 2016.a majandustulemuste näitel oli näha, et aktsia oli praktiliselt kõikide suhtarvude poolest väärtusaktsia sarnane. Autor leidis, et väärtuslõksu tuvastamisel on oluline aru saada ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkusest. Kasvav võlakooormus, suured dividendide väljamaksed ja aktsiate tagasiostu programmid võivad ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkuse ohtu seada. Seda eriti juhul, kui põhitegevus on raskustes. Tegevuse jätkusuutlikkuse hindamiseks vaatas lõputöö autor dividendide väljamakseid puhaskasumist ja võlakooormust omakapitalist. Rahavoogude aruande põhjal arvestas vabadest rahavoogudest maha dividendide väljamaksed ja aktsiate tagasiostud ning võrdles saadud tulemust intressimaksetega. Lõputöö autor leidis, et valimi moodustanud ettevõtted kasutasid vabasid rahavoogusid aktsiate tagasiostuks ja dividendide väljamakseteks, mis tihtilugu ei jätnud neile piisavalt vahendeid laenuintresside katmiseks või ei investeeritud piisavalt põhitegevuse taaselustamiseks. Teine märk oli kasvav võlakooormus ning suur osa dividendide väljamakseid puhaskasumist. Sellisteks ettevõteteks valimist olid General Electric, Mattel ja AT&T. Mattel lõpetas dividendide väljamaksed alates 2018.a General Electric vähendas dividendide väljamakseid poole võrra 2017.a sügisel.

Väärtuslõksu leidmisel on oluline aru saada ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkusest ning vähem keskenduda mineviku andmetele ja väärrikale aktsionäre soosivale ajaloole. Soodsad suhtarvud ja kõrge dividendimäär ei saa olla aluseks investeerimisotsuse tegemisel. Väärtuslõksu leidmisel on oluline hinnata näitajaid, mis annavad märku ettevõtte tegevust pärssivatest teguritest nagu kasvav võlakooormus, suurenevad laenuintressid, rahavoogude ebaefektiivne kasutamine. Millegipärast eelistavad ettevõtted jätkata viimase hetkeni dividendide väljamakseid, kuigi nende äritegevus seda ei võimalda ning suurendavad võlakooormust, et rakendada aktsiate tagasiostu programme.

Lõputöö autor ei kasutanud suurt valimit väärtuslõksude hindamisel, kuid leidis olemasoleva valimi alusel, et kõige lihtsma meetod väärtuslõksude leidmiseks on hinnata ettevõtte tegevuse jätkusuutlikkust. Väärtuslõksu leidmisel on palju erinevaid meetode ning nende tundmine on kasulik igale investorile sõltumata tema tasemest.

## **SUMMARY**

### **THE DISTINCTION OF VALUE TRAPS FROM VALUE INVESTMENTS ON THE EXAMPLE OF US EQUITIES**

Silver Teiter

In the last decade saving and investing has been gaining popularity in Estonia. A number of investment clubs have been created and investment possibilities of different asset classes have been introduced. One of the assets class is listed stocks and the most popular trend in this field is value investing.

In the last ten years investing in growth stocks has been more productive than investing in value stocks. According to analysts, this is caused by the fact that there are a lot of poor quality value stocks or value traps in the market. This situation encourages mainly value investors to obtain stocks with favourable ratios, which actual price continues to decrease and will not reach the former level.

The stock of General Electric may be considered one of the most well-known value traps of recent years. In a couple of last years, the company has lost more than a half of its market capitalization and dividends have been cut by half and according to analysts it is possible that the company has to stop payment of dividends in the near future. General Electric did not change into value trap during weeks and the warning signs must have been evident before the decrease of the stock price.

The goal of the graduation thesis is to find out whether it is possible to distinguish value traps from value stocks according to characteristic features and based on a definite methodology. Within the framework of the graduation thesis the characteristic features of value traps have been gathered and consolidated with the purpose to compare these to the well-known companies that have got into difficulty in recent years. One of the goals is to discover the value traps in the simplest possible

way to enable to do it with limited time resources. According to this, the following research goals were set up in the thesis:

- to study value investing and the general philosophy of this field in order to comprehend different parties related to value stocks;
- to collect characteristic features of value traps from different sources;
- to create a sample of the most well-known value traps among the listed companies in the USA and to study the companies on the basis of the gathered descriptions of value traps;
- to understand the nature of value traps and to find out the best and most suitable method for identifying them.

In the first part of the graduation thesis, value investing and value traps are described and common features are analysed. General principles of value investing are described. The data on value traps were collected from different internet sources and have been grouped and described according to the main characteristic features.

In the second part of the graduation thesis, different companies as value traps are studied. A company that can become a potential value trap is described. The sample of the graduation thesis was subjectively made up of the well-known listed companies in the USA: General Electric Inc, Mattel Inc, Gamestop Inc and AT&T Inc. The company data have been gathered from their annual reports and the most essential indicators for detecting value traps have been brought out. In the sample a general introduction of the company, market situation and history is described. The activity of the board, sales revenue and gross margin, various financial ratios and cash flows are analysed and the stock is evaluated on the basis of the above-mentioned data.

In the third part of the graduation thesis, the common features of the companies as well as the most essential characteristics for identifying value traps are brought out. Conclusions are drawn whether the studied method can be used to differentiate between value traps.

In reality, differentiating between value traps can be very complicated. This may explain why even major fund managers have made mistakes. In case of many companies it is difficult to assess the market share and possible disappearance of competitive advantages. The revenue and gross margin may not always indicate the actual problems of the company. The different ratios based on the stock price change in the course of time. On the example of Gamestop 2016 economic analysis it could be seen that on the basis of practically all ratios the stock was similar to value stock. When identifying the value trap it is essential to understand the company's sustainability. Growing debt,

high dividend payout and share buyback programs can endanger the company's sustainability. This is especially true in case if the company's core business is in difficulty. To assess sustainability, dividend pay-out from net profit and debt to equity should be studied. Based on the cash flow statement, to deduct from free cash flow the dividend pay-out and share buyback and to compare the result to interest payments. The sample companies used the free cash flow for share buyback and dividend pay-out. As a result, there were not enough resources left to cover debt interests, or the companies did not use capital efficiently to reinvigorate the core business.

In identifying the value traps, it is essential to comprehend the sustainability of the company and concentrate less on the past data and on the shareholders' favouring history. Favourable ratios and high dividend rate cannot be the basis for making investing decisions. To discover value traps, it is essential to assess the indicators which signal about inhibiting factors such as increasing debt burden, increasing interests and inefficient usage of cash flows. For some reason, companies prefer to pay dividends as long as possible, although their business activity does not allow it, and increase their debt burden in order to apply stock buyback programs.

The author of the graduation thesis did not use a large sample to assess the value traps but found out that the easiest method to identify value traps is to assess the sustainability of the company's activity. There are a number of methods to discover value traps and knowing these methods is profitable to every investor.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

AT&T, 2018. Kättesaadav: <https://www.att.com/> 01.05.2018

Ben Levinsohn, www.barrons.com, 15.11.2017. General Electric: A value Investor's Worst Nightmare?. Kättesaadav: <https://www.barrons.com/articles/general-electric-a-value-investors-worst-nightmare-1510774380> 17.04.2017.

Cabot Value Team, 29.12.2017. Kättesaadav: <https://cabotwealth.com/daily/value-investing/benjamin-grahams-value-stock-criteria/> 17.04.2018.

Chuck Carnevale, 23.04.2013, Forbes. A Full Toy Chest Makes Mattel A Buy For Growth And Income Investors. Kättesaadav: <https://www.forbes.com/sites/chuckcarnevale/2013/04/23/a-full-toy-chest-makes-mattel-a-buy-for-growth-investors/2/#faa1e9552ecc> 23.04.2018

David Brenchley, www.morningstar.co.uk, 02.03.2018. How to Spot Value Traps. Kättesaadav: <http://www.morningstar.co.uk/uk/news/165611/how-to-spot-value-traps.aspx> 18.04.2018

David Harper, 04.01.2018. Warren Buffett's Investing Style Reviewed. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/investing/warren-buffetts-investing-style-reviewed/> 17.04.2018.

David Trainer, 15.11.2016, Forbes. AT&T Time Warner Acquisition A Rare Deal That Makes Economic Sense. Kättesaadav: <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/11/15/att-time-warner-acquisition-a-rare-deal-that-makes-economic-sense/#292416cc11fa> 24.04.2018

Ed Lin, www.barrons.com, 12.01.2018. Is Bruce Berkowitz Bailing on Sears Holdings. Kättesaadav: <https://www.barrons.com/articles/is-bruce-berkowitz-bailing-on-sears-holdings-1515761386> 17.04.2018.

Francesco Curto, Colin Mckenzie, Sarvesh Agrawal, Dirk Schlueter, 10.2015. Deutsche Bank. Value Traps — Adjusting Valuation for Risk. Kättesaadav: [https://fundsus.dws.com/EN/docs/research/CROCI\\_View\\_Value\\_Traps.pdf](https://fundsus.dws.com/EN/docs/research/CROCI_View_Value_Traps.pdf) 19.04.2018

Gamestop, 2018. Kättesaadav: <https://www.gamestop.com/> 01.05.2018

General Electric, 2018. Kättesaadav: <https://www.ge.com/> 01.05.2018

- Hayley Peterson, [www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com), 01.02.2018. One of Sears' biggest defenders just revealed why he abruptly cut ties with the company. Kättesaadav: <http://www.businessinsider.com/bruce-berkowitz-reveals-why-he-abruptly-cut-ties-with-sears-2018-2> 17.04.2018
- Investeerimisklubi, 2018. Kättesaadav: <https://investeerimisklubi.ee/klubist/> 19.04.2018
- Investopedia Benjamin Graham, 17.04.2018. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/b/bengraham.asp> 17.04.2018.
- Investopeida, 23.04.2018, Income stocks Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/incomestock.asp> 23.04.2018
- Investopedia, 01.05.2018, Short selling. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/s/shortselling.asp> 01.05.2018
- Investopedia, 01.05.2018. Value trap. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/v/valuetraps.asp> 02.05.2018
- Investopedia, 02.2015. What is a good debt ratio, and what is a bad debt ratio?. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/ask/answers/021215/what-good-debt-ratio-and-what-bad-debt-ratio.asp> 18.04.2018
- Investopedia, 2018. Kättesaadav: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com) 01.05.2018
- John C. Ogg, [www.247wallstreet.com](http://www.247wallstreet.com), 02.05.2017, Value or Value Trap: Meet the 21 S&P 500 Stocks Valued Under 10 Times Earnings. Kättesaadav: <https://247wallst.com/investing/2017/05/02/value-or-value-trap-meet-the-21-sp-500-stocks-valued-under-10-times-earnings/> 18.04.2017
- Jonathan Heller, [www.realmoney.thestreet.com](http://www.realmoney.thestreet.com), 20.07.2016. How to Avoid a 'Value Trap'. Kättesaadav: <https://realmoney.thestreet.com/articles/07/20/2016/how-avoid-value-trap> 18.04.2018
- Jonathan Stempel, [www.reuters.com](http://www.reuters.com), 01.03.2008. Buffett calls Dexter Shoe his worst deal ever. Kättesaadav: <https://www.reuters.com/article/us-berkshire-buffett-failure/buffett-calls-dexter-shoe-his-worst-deal-ever-idUSN2921504820080301> 17.04.2018.
- Juhan Lang, 04.06.2015, Äripäev. Investeerimisklubid murravad massidesse. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2015/06/04/investeerimisklubid-murravad-massidesse> 19.04.2018
- Ken Faulkenberry, [www.arborinvestmentplanner.com](http://www.arborinvestmentplanner.com). Value Trap or Real Value Investment? How Do You Tell The Difference?. Kättesaadav: <http://www.arborinvestmentplanner.com/value-trap-real-value-investment/> 18.04.2017
- LHV Investeerimisõpik. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347#mark013> 17.04.2018

- Mark P. Cussen, 2018. Investopedia. Income, Value and Growth Stocks. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/articles/investing/080113/income-value-and-growth-stocks.asp> 17.04.2018.
- Mattel Inc, 2018. Mattel Inc. Kättesaadav: <http://corporate.mattel.com/#&panel1-1> 01.05.2018.
- Naisinvestoriteklubi, 2018. Kättesaadav: <https://et-ee.facebook.com/naisinvestoriteklubi/> 19.04.2018
- Nicolas Colas, www.bloomberg.com, 30.11.2017. The 12 Signs a Cheap Stock is a `Value Trap`. Kättesaadav: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-11-30/the-12-signs-a-cheap-stock-is-a-value-trap> 17.04.2018.
- Peter Lynch, John Rotchild (2000). One up on Wall Street. New York: Fireside Book.
- Sam Ro, Business Insider, 13.11.2015. How companies pay for those billion dollar stock buybacks. Kättesaadav: <http://www.businessinsider.com/how-companies-fund-share-buybacks-2015-11> 29.04.2018
- Samuel Gibbs, 13.03.2015, The Guardian. Privacy fears over 'smart' Barbie that can listen to your kids. Kättesaadav: <https://www.theguardian.com/technology/2015/mar/13/smart-barbie-that-can-listen-to-your-kids-privacy-fears-mattel> 23.04.2018
- Ted Johnson, 23.04.2018, Variety.com. Kättesaadav: AT&T-Time Warner Trial: DOJ Goes After Claims of Merger's Cost Savings, Revenue Growth. <http://variety.com/2018/politics/news/att-time-warner-antitrust-trial-2-1202783874/> 24.04.2018
- US Bureau of Labor Statistics. Kättesaadav: <https://www.bls.gov/cpi/> 02.05.2018
- USA börsiaktiaste majandusaasta- ja kvartaalsed aruanded (10-k, 10-q, 8-k)2013-2017. Kättesaadav: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> 01.05.2018
- Vallo Lees, www.lhv.ee, 30.11.2016. EBITDA head ja vead. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/news/5077782> 18.04.2018
- Wayne Duggan, www.money.usnews.com, 27.07.2017. 9 Ways to Spot Value Trap Stocks. Kättesaadav: <https://money.usnews.com/investing/slideshows/9-ways-to-spot-value-trap-stocks?slide=2> 17.04.2018
- Wikipedia, 24.04.2018. AT&T. Kättesaadav: [https://en.wikipedia.org/wiki/AT%26T#Origin\\_and\\_growth\\_\(1882%E2%80%931981\)](https://en.wikipedia.org/wiki/AT%26T#Origin_and_growth_(1882%E2%80%931981)) 24.04.2018



## LISAD

Lisa 1. Andmetabel eraldi fail.

Lisa 2. General Electric aktsia hind



Allikas: Tradestation, 2018

Märkused: Aktsia hind ja müügitehingute maht kuvatud 2013.-2018.a nädala lõikes.

### Lisa 3. Mattel Inc aktsia hind



Allikas: Tradestation, 2018

Märkused: Aktsia hind ja müügitheingute maht kuvatud 2013.-2018.a nädala lõikes.

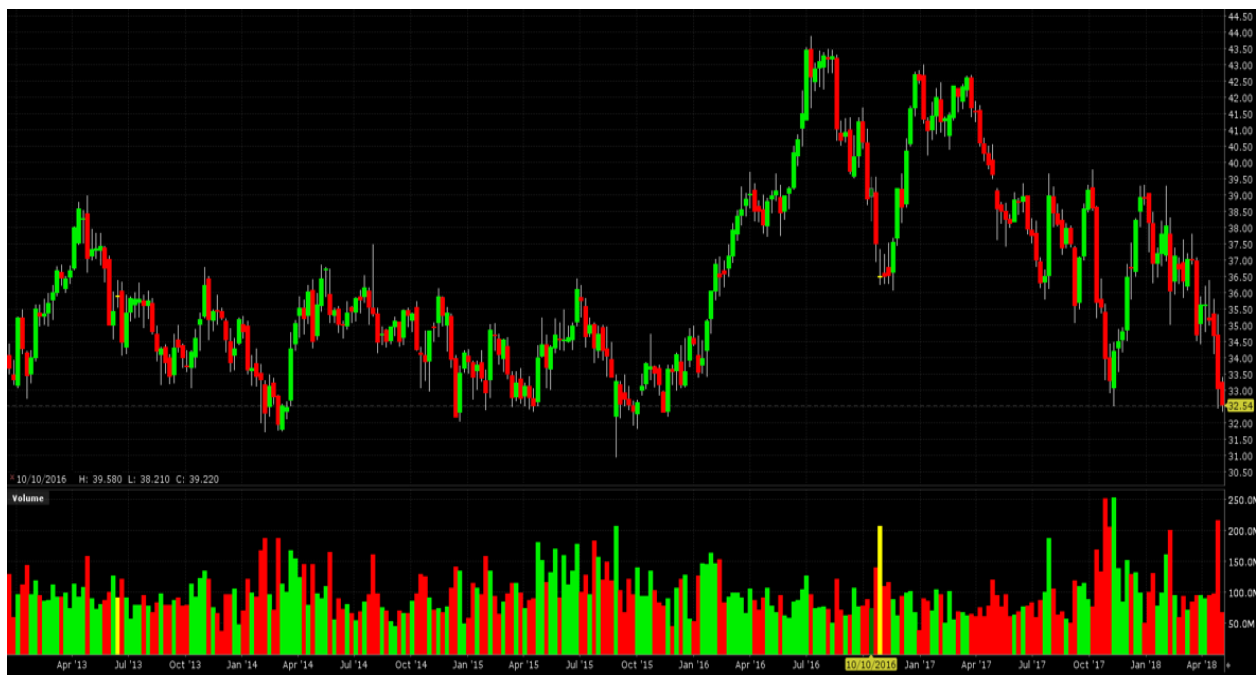
## Lisa 4. Gamestop Inc aktsia hind



Allikas: Tradestation, 2018

Märkused: Aktsia hind ja müügitehingute maht kuvatud 2013.-2018.a nädala lõikes.

## Lisa 5. AT&T Inc aktsia hind



Allikas: Tradestation, 2018

Märkused: Aktsia hind ja müügitehingute maht kuvatud 2013.-2018.a nädala lõikes.