

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Ärikorralduse instituut

Eneli Kümnik

**AS BALTIKA MAJANDUSTEGEVUSE ANALÜÜS AASTATEL**

**2005–2018**

Magistritöö

Õppekava TARM, peeriala majandusarvestus

Juhendaja: emeriitprofessor Jaan Alver

Tallinn 2020

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 16 341 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Eneli Kümnik .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 143872TARM

Üliõpilase e-posti aadress: eneli.kymnik@gmail.com

Juhendaja: Jaan Alver, professor:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE .....	5
SISSEJUHATUS .....	6
1. BALTIKA GRUPI ÜLEVAADE .....	9
1.1. Baltika tutvustus ja ajalugu .....	9
1.2. Baltika aktsia näitajad ja kauplemisajalugu .....	13
1.3. Nõukogu ja juhatuse liikmete taust .....	16
2. BALTIKA GRUPI FINANTSARUANNETE ANALÜÜS AASTATEL 2005–2018 .....	21
2.1. Bilansi struktuuri- ja dünaamikaanalüüs .....	21
2.2. Kasumiaruande struktuuri- ja dünaamikaanalüüs .....	29
2.3. Kassapõhine analüüs .....	37
2.4. Suhtarvuanalüüs .....	42
2.4.1. Maksevõime analüüs .....	42
2.4.2. Vara kasutamise efektiivsuse analüüs .....	45
2.4.3. Kasumlikkuse analüüs .....	47
2.5. Pankrotiohu analüüs .....	49
KOKKUVÕTE .....	56
SUMMARY .....	59
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	63
LISAD .....	71
Lisa 1. Nõukogu liikmed aastatel 2005–2018, nende haridus ja töökogemused.....	71
Lisa 2. Juhatuse liikmed aastatel 2005–2018, nende haridus ja töökogemused.....	74
Lisa 3. Konsolideeritud bilansid aastatel 2005–2018 (tuhandetes eurodes).....	77
Lisa 4. Konsolideeritud kasumiaruanded aastatel 2005–2018 (tuhandetes eurodes) .....	79
Lisa 5. Konsolideeritud rahakäibe aruanded aastatel 2005–2018 (tuhandetes eurodes) .....	80
Lisa 6. Bilansi struktuurianalüüs .....	83
Lisa 7. Bilansi dünaamikaanalüüs .....	85
Lisa 8. Kasumiaruande struktuurianalüüs .....	90
Lisa 9. Kasumiaruande dünaamikaanalüüs .....	91
Lisa 10. Jaeäri müügiefektiivsused riikide lõikes.....	93
Lisa 11. Valemid .....	95
Lisa 12. Arvutustes kasutatud kvartaalsed andmed .....	96

Lisa 13. Altmani mudelite arvutused .....	99
Lisa 14. Springate'i valemi arvutused .....	101
Lisa 15. Zmijewski mudeli arvutused.....	102
Lisa 16. Intervjuu Baltika finantsjuhiga .....	103
Lisa 17. Lihtlitsents .....	108

## LÜHIKOKKUVÕTE

Magistritöös analüüsitakse börsiettevõtte AS Baltika tegevust, juhatuse ja nõukogu liikmete tausta ning ettevõtte finantsaruandeid aastatel 2005–2018. Magistritöö eesmärk on välja selgitada Baltika probleemide tekkimise ja süvenemise põhjused ning hinnata, kas tegevuse jätkuvus on ohustatud. Magistritöös kasutatakse struktuuri-, dünaamika- ja suhtarvuanalüüsi ning pankrotiohtu hindamiseks Altmani mudeleid, Springate'i valemit ja Zmijewski mudelit. Kasumi kvaliteedi hindamisel on võrreldud tekkepõhiseid kasuminäitajaid kassapõhistega. Lisaks teeb autor intervjuu Baltika finantsjuhiga. Analüüsi põhjal on tehtud järgnevad järeldused:

- 2018. aasta lõpu seisuga oli põhivara osatähtsus 1/5 ja käibevara osatähtsus 4/5 koguvarast. Käibevara koosneb peamiselt varudest. Kohustised moodustasid 99,55% passivast, millest põhiosa olid lühiajalised kohustised.
- Nii müüdüd kaupade omamaksumuse kui ka turustuskulu suhe müügitulusse on ca 50%. Ettevõtte laienemisel 2006. aastal turustuskulude suhe müügitulusse suurenes oluliselt, mõjudes negatiivselt ärirentaablusele.
- Ettevõtte rahalised raskused said alguse majanduskriisist 2008. aastal, mil müügitulu vähenedes ei kärbitud kulusid piisavalt ning jäädki kahjumisse.
- Baltika võimekus katta kiireloomulisi kohustisi varusid müümata oli kehv (keskmiselt kulub toote müümiseks pool aastat). Samas oli Baltika ärikasum (-kahjum) hästi rahaga kaetud, kuna enamasti ületas kassapõhine tuleem tekkepõhist.
- Vara ja omakapitali puhasrentaabluse ning müügitulu äri- ja puhasrentaabluse näitajad olid alates 2008. aastast enam kui pooltel aastatel negatiivsed, samas müügitulu brutorentaablus oli analüüsitaval perioodil eeskujulik (enamasti üle 50%).
- Pankrotiohtu näitasid kõik mudelid majanduskriisi ajal aastatel 2009–2011. Alates 2015. aastast mudelite tulemused erinesid (mõned mudelid näitasid pankrotiohtu, mõned mitte).
- Majanduslikke raskusi põhjustasid senine ärimudel ja kulustruktuur ning pankrotti välditi tänu korduvale aktsiate ja võlakirjade emiteerimistele. 2019. aastal muudeti radikaalselt ettevõtte strateegiat, seega ettevõtte tuleviku määrab ära see, kas pööre õnnestub või mitte.

Võtmesõnad: võtmeisikud, dünaamikaanalüüs, struktuurianalüüs, kassapõhine analüüs, finantssuhtarvud, pankrotiohtu mudelid

## SISSEJUHATUS

Baltika Grupp (edaspidi Baltika) on rahvusvahelise rõivakaubandusega tegelev kontsern, mis 2018. aasta lõpu seisuga arendas viite moebrändi: Monton™, Mosaic™, Bastion™, Baltman™ ja Ivo Nikkolo™. Läbi 90-aastase kogemuse on Baltika arenenud tootmisettevõttest moebrändide loojaks ja arendajaks ning kasvanud seeläbi juhtivaks moeettevõtteks Baltikumis. Aastatel 2005–2018 oldi kahjumis pooltel aastatel, mis seab kahtluse alla ettevõtte jätkusuutlikuse. Teema on aktuaalne, kuna Baltika on läbi aastate meedias palju negatiivselt silma paistnud ning seetõttu pälvinud paljude inimeste tähelepanu. 2019. aastal kajastatud üheks oluliseimaks uudiseks oli, et suvel sai Baltika enamusosanikuks senine suurosanik KJK SICAV-SIF Fund (edaspidi KJK Fund) ning sügisel lisati börsil ettevõttele vaatlusmärke, mille kohaselt on võimalus, et Baltika lahkub järgneva kuue kuu jooksul börsilt.

Baltika seisukohalt on analüüs vajalik, et hinnata ettevõtte finantsseisundit ja prognoosida tegevust tulevikus. Analüüsi tulemus on kasulik mitmesugustele huvigruppidele. Tegevjuhtkond, kes vastutab Baltika käekäigu eest, saab finantsaruannete analüüsi põhjal hinnata oma tegevuse efektiivsust. Investoreid huvitab aktsia hinna tõus, finantsiline stabiilsus ning efektiivne juhtimine. Lisaks on analüüs vajalik tarnijatele ja teistele võlausaldajatele, kes soovivad kindlust, et Baltika on maksevõimeline. Töötajate huvides on, et Baltika jätkaks tegutsemist konkurentsivõimelisena.

Magistritöö teema on Baltika Grupi majandustegevuse analüüs aastatel 2005–2018. Perioodi algusaastaks on valitud 2005. aasta, et uuritavasse vahemikku jääksid lisaks halvematele aegadele ka paremad ajad, mil ettevõtte laienes, ehitati uus logistikakeskus, arendati kinnisvara ning aktsia keskmine hind oli tunduvalt kõrgem kui viimastel aastatel. Samuti jõustus 2005. aastal ettevõtte strateegiline pööre, millega muututi tootmisettevõttest vertikaalselt integreeritud ettevõtteks. Analüüsi koostamiseks kasutab autor Baltika majandusaasta aruandeid ja muid allikaid, kust on võimalik saada informatsiooni Baltika ja sellega seotud võtmeisikute kohta (näiteks ajakirjad, ajalehed, sotsiaalmeedia). Magistritöös kasutatakse andmeanalüüsimeetoditena struktuuri-, dünaamika- ja suhtarvuanalüüsi. Kasumi kvaliteedi hindamisel on võrreldud tekkepõhiseid kasuminäitajaid kassapõhistega. Pankrotiohu hindamiseks kasutatakse Altmani Z-skoori

mudeleid, Springate'i valemit ja Zmijewski mudelit. Kvalitatiivse uurimismeetodina tehakse intervjuu Baltika finantsjuhiga.

Magistritöö eesmärk on välja selgitada Baltika probleemide tekkimise ja süvenemise põhjused ning hinnata, kas tegevuse jätkuvus on ohustatud.

Eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised uurimisülesanded:

- anda Baltika kohta ajalooline ülevaade;
- uurida Baltika nõukogu ja juhatuse liikmete tausta;
- intervjuuerida finantsjuhti;
- teha finantsaruannete dünaamika-, struktuuri- ja suhtarvuanalüüs;
- teha kassapõhine analüüs;
- analüüsida pankrotiohu tõenäosust pankrotiohu mudelite alusel;
- saadud info põhjal järeldada, mis olid Baltika probleemide tekkimise ja süvenemise põhjused ning hinnata, kas Baltika on jätkusuutlik.

Magistritöö koosneb kahest peatükist. Esimese peatüki esimeses jaotises annab autor Baltikast ajaloolise ülevaate, kirjeldades Baltika tekkimist, olulisemaid sündmusi ja struktuuri. Esimese peatüki teises jaotises on kirjeldatud Baltika aktsia näitajaid ja kauplemisajalugu ning peatüki kolmas jaotis keskendub Baltika võtmeisikute taustale – nende eelnevale töökogemusele ja hariduskäigule. Selleks uurib autor, kas võtmeisikutel on kontserni tegevusala spetsiifikale vastavad teadmised ning eelnevad kogemused mõne ettevõtte juhtimisega. Samuti vaatab autor, kui pikalt on võtmeisikud kontsernis töötanud, mis valdkondadest on nende varasemad tööalased kogemused ning kui paljudel on kogemusi tööstus- ja jaekaubandusettevõtetega. Autor võtab vaatluse alla kõik juhatuse ja nõukogu liikmed, kes on olnud Baltika juhatuses/nõukogus aastatel 2005–2018.

Töö teise peatüki esimeses ja teises jaotises töötab autor läbi Baltika finantsaruanded aastatel 2005–2018 ning teostab bilansi ja kasumiaruande struktuuri- ja dünaamikaanalüüsi. Finantsaruannete struktuurianalüüs näitab aruande struktuuri muutuste dünaamikat. Aruannete andmestik viiakse rahaliselt kujult protsentuaalkujule, mis aitab bilansis näha aktiva- ja passivakirjete suhtelist tähtsust ning kasumiaruandes tajuda eri kululiikide suhet müügituluse. Dünaamikaanalüüs võimaldab uurida finantsnäitajate muutusi nii rahas kui ka protsentides ning

selgitada, mis põhjustel näitajad on muutunud. Autor keskendub peatükis teostatud analüüside selgitamisele, otsides aruannetest põhjuseid, miks suuremad muutused on toimunud.

Teise peatüki kolmandas jaotises analüüsib autor rahakäibe aruande struktuuri. Lisaks teisendab autor aastate 2005–2018 äritegevuse tekkepõhised ärikasumid (-kahjumid) kassapõhiseks ning analüüsib saadud tulemusi. Analüüsi tulemusel saab järeldada, kui kõrge kvaliteediga on Baltika kasum ning selgitada välja, kas ettevõttel on piisavalt raha. Kui kassapõhine ärikasum on tekkepõhisest ärikasumist suurem, loetakse seda heaks näitajaks, kui aga vastupidi, siis järelikult ettevõtte sai kasumit, aga raha saadi kasumiga võrreldes vähem. Teaduslikud uuringud on aastate jooksul näidanud, et raha puudumine on ettevõtete pankrotistumise peamisi põhjuseid. Rahakäibe jälgimine aitab tagada kohustiste õigeaegse tasumise, vältides sellega maksejõuetust või pankrotti.

Teise peatüki neljandas jaotises hindab autor suhtarvuanalüüsi käigus Baltika likviidsust, maksevõimelisust, vara kasutamise efektiivsust ja kasumlikkust aastatel 2005–2018. Töö teise peatüki viimases jaotises hinnatakse Baltika pankrotiohu riski. Uuritaval perioodil oldi pooltel aastatel kahjumis. Seega võib esineda oht tegevuse jätkuvusele. Pankrotiohu hindamiseks kasutab autor Altmani Z-skoori mudeleid, mida peetakse tuntuimateks ja enamkasutatavateks pankrotiohu mudeliteks. Lisaks on pankrotiohu hindamiseks kasutatud Springate'i valemit ja Zmijewski mudelit.

Autor soovib avaldada tänu magistritöö juhendajale Jaan Alverile, kelle panus oli tänu asjakohastele tähelepanekutele magistritöö valmimisel märkimisväärne. Lisaks soovib autor tänada AS Baltika finantsjuht Pirgit Lohku täiendava informatsiooni ja kommentaaride eest.

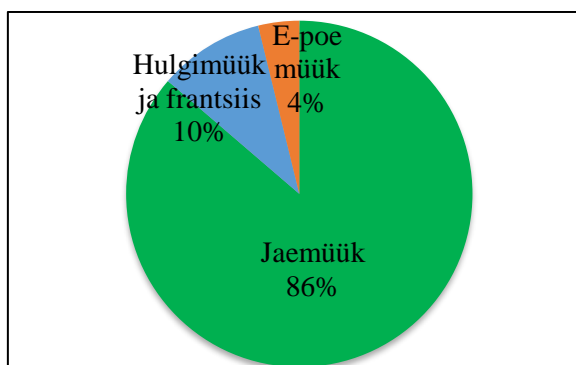


# 1. BALTIKA GRUPI ÜLEVAADE

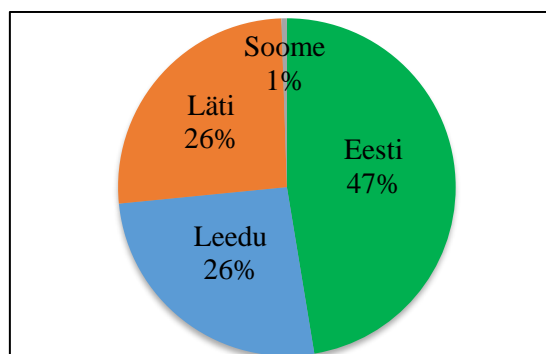
## 1.1. Baltika tutvustus ja ajalugu

Baltika Grupp on rahvusvahelise rõivakaubandusega tegelev kontsern, mis 2018. aasta lõpu seisuga arendas viit moebrändi: Monton™, Mosaic™, Bastion™, Baltman™ ja Ivo Nikkolo™. Läbi 90-aastase kogemuse on Baltika arenenud tootmisettevõttest moebrändide loojaks ja arendajaks ning kasvanud seeläbi juhtivaks moettevõtteks Baltikumis. Baltika kasutab vertikaalselt integreeritud ärimudelit, mis ühendab rõivakollektsioonide loomise, tootmise, hankeahela juhtimise, logistika ja hulgi- ning jaekaubanduse. Baltika aktsiad on noteeritud Nasdaq Tallinn börsil. (Baltika Grupi lugu ... 2018, Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne... 2018)

Baltika Grupi 2018. aasta müügitulu oli 44,7 mln eurot, brutokasum 21,5 mln eurot ning puhaskahjum -5,1 mln eurot. 2018. aasta lõpu seisuga oli bilansimaht 14,99 mln eurot. Kauplusi oli kokku 117 Eestis, Lätis, Leedus ja Soomes, nende hulgas 23 frantsiisipoodi Venemaal, Valgevenes, Ukrainas, Hispaanias ja Serbias. Jaemüügipind oli 17 758 m<sup>2</sup> ning kogumüügipind kokku 22 082 m<sup>2</sup>. Töötajaid oli 2018. aasta lõpu seisuga 975. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018) 2018. aasta müügitulu jaotumist tegevusvaldkonniti näitab joonis 1 ning turgude osatähtsust jaemüügis joonis 2.

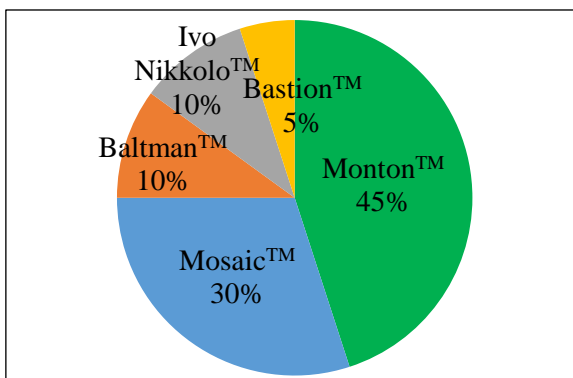


Joonis 1. Müügitulu tegevusvaldkonniti 2018. aastal  
Allikas: (Konsolideerimisgrupi majandusaastaaruanne... 2018)

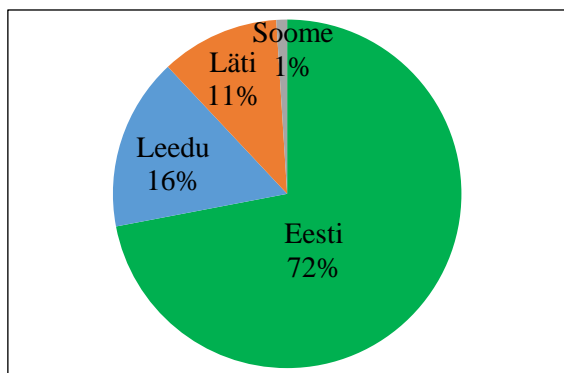


Joonis 2. Turgude osatähtsust jaemüügis 2018. aastal  
Allikas: (Konsolideerimisgrupi majandusaastaaruanne... 2018)

Joonise 1 kohaselt moodustas 2018. aastal enamuse Baltika müügitulust jaemüük, samas kuni 2018. aastani oli Baltika strateegiaks Balti jaesegmendi kõrval arendada ja kasvatada müüki hulgi, frantsiisi- ja e-kaubanduse suunal (Baltika Grupi lugu ... 2018). 2019. aasta esimeses kvartalis avalikustati Baltika lähiaastate uus tegevus- ja finantseerimisplaan aastateks 2019–2022, millele andis tõeke suure kahjumiga lõppenud 2018. aasta. Edaspidi keskendutakse rahvusvahelise kasvu asemel jaemüügile Balti riikides, mistõttu lõpetati ennetähtaegelt frantsiisilepingud Hispaania, Valgevene, Ukraina ja Venemaaga ning hulgimüügilepingud Saksamaa ja Kesk-Euroopa kaubandusketi Peek&Cloppenburgiga. (Baltika lõpetab Eestis ... 2019) Seetõttu vähenes 2019. aastal hulgimüügi ja frantsiisi osatähtsus müügitulust. Jooniselt 2 selgub, et Baltika suurim jaeturg on Eesti, millele järgnevad võrdselt Läti ja Leedu ning seejärel Soome. Eesti turu suurim osatähtsus jaemüügis on ilmselt seotud koduturu eelisega (tooted on kohalike seas tuntumad). Jooniselt 3 nähtub, et 2018. aastal moodustas brändidest müügitulus kõige suurema osatähtsuse Monton™, seejärel Mosaic™, Baltman™ ja Ivo Nikkolo™ ning viimasena Bastion™.



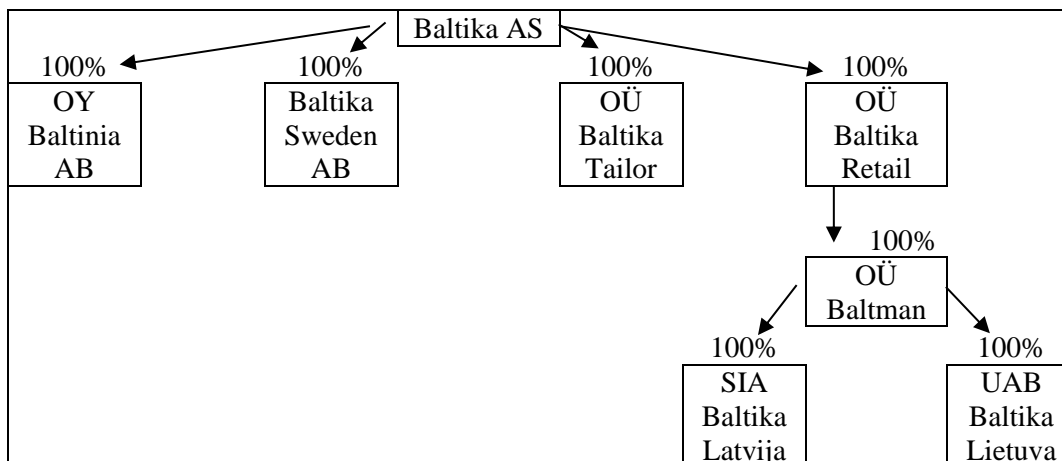
Joonis 3. Brändide osatähtsus müügitulus 2018. aastal  
Allikas: (Konsolideerimisgrupi majandusaastaaruanne... 2018)



Joonis 4. Töötajate jagunemine riikide lõikes seisuga 31.12.2018  
Allikas: (Konsolideerimisgrupi majandusaastaaruanne... 2018)

Eelnevalt mainitud uue strateegia kohaselt plaanitakse alates 2019. aastast vähendada tegevuskulusid. Kulude kokkuhoid tuleb muuhulgas brändide ühendamisel. Brändiportfelli muutmisega tegutseb Baltika tulevikus kahes kliendisegmendis: *mainstream* ja *premium*, ühendades *mainstream*-segmendis senised Montoni™, Mosaici™ ja Bastioni™ brändid Montoni™ nime alla, mis on loomulik, kuna Monton™ on Baltika populaarseim bränd. *Premium*-brändideks jäävad Ivo Nikkolo™ ja Baltman™. (Baltika lõpetab Eestis ... 2019) Joonise 4 kohaselt töötas enamik töötajatest Eestis, mis oli tingitud sellest, et rõivakollektsioonide loomine, osaliselt ka tootmine ja hankeahela juhtimine toimus Eestis. Uue strateegiaga lõpetati kulude kokkuhoiu eesmärgil 2019.

aastal Eestis tootmine (Baltika lõpetab Eestis ... 2019). Seega tööjõu osatähtsus Eestis väheneb. Baltika Grupi emaettevõtteks on Baltika AS, mille põhitegevusalaks on rõivaste ja rõivalisandite hulгимүүк (vt joonis 5).



Joonis 5. Baltika Grupi struktuur 2018. aasta lõpu seisuga  
Allikas: autori koostatud, aluseks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne... 2018)

Baltika AS-l on neli tütarettevõtet: OY Baltinia AB (asukohamaa Soome), Baltika Sweden AB (asukohamaa Rootsi), OÜ Baltika Tailor ja OÜ Baltika Retail. OY Baltinia AB põhitegevuseks on jaekaubandus, Baltika Sweden AB on hetkel mittetegutsev ning OÜ Baltika Tailor tegeleb tootmisega. OÜ Baltika Retail põhitegevuseks on jaettevõtete osaluste haldamine, osaühingul endal aktiivne majandustegevus puudub. Jaettevõteteks on OÜ Baltika Retail tütarettevõtte OÜ Baltman koos oma kahe tütarettevõtte SIA Baltika Latvija (asukohamaa Läti) ja UAB Baltika Lietuvaga (asukohamaa Leedu). (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018)

Baltika ajalugu ulatub 1928. aastasse, kui Tallinnasse rajati vihmamantlite tootjana Baltika eelkäija Gentleman. 1959. aastal ettevõtte restruktureeriti ning nimetati ümber Baltikaks. Ettevõtte sai Ida-Euroopa suurim moetööstus ning piirkonna kergetööstuse lipulaev, kus loodud ülikonnad ja üleriided olid tuntud kõigis NSV Liidu liiduvabariikides. 1980ndate aastate lõpuks oli Baltikast saanud kaasaegne tööstusettevõtte. Baltikast sai üks esimesi erastatud riigiettevõtteid Eestis. 1990ndatel aastatel toimus Baltikas kiire areng. Taasiseseisvunud Eesti Vabariigis loodi Eesti esimene moebränd Baltman™, sooviga viia Eesti disain üle värskest avanenud riigipiiride. Aastal 1997 sisenes Baltika börsiettevõtte aktsiaturgudele ning Baltika aktsiast kujunes koduturul investorite jaoks poolehoidumärk Eesti oma loomemajandusele. 2002. aastal sündis Monton™, mis on praeguseks kasvanud enimmüüdud Eesti moebrändiks välisurgudel. Veel liitusid Baltikaga Mosaic™, Bastion™ ning Ivo Nikkolo™. Baltika kasv tõi endaga kaasa vajaduse muutuda

traditsioonilisest rõivatööstusettevõttest rahvusvaheliseks vertikaalselt integreeritud ärimudeliga jaemüüjaks. Baltika e-pood on muutnud Eestis loodud moe kättesaadavaks terves maailmas. (Baltika Grupi lugu ... 2018) Tabelis 1 on toodud olulisemad sündmused Baltika ajaloos.

Tabel 1. Olulised sündmused Baltika ajaloos aastatel 1928–2018

Aasta	Sündmus
1928	Gentleman asutatakse Tallinnas vihmamantlite tootjana.
1959	Ettevõtte restruktureeritakse ning hakkab kandma nime Baltika; hakatakse tootma meeste ülikondi.
1988	Firma alustab naisterõivaste tootmist.
1991	Baltika erastatakse ning ettevõtte loob esimese meesterõivaste kollektsiooni Baltman™, avatakse esimene kauplus Eestis.
1993	Baltika loob esimese naisterõivaste kollektsiooni Christine Collection™ ning avab esimese kaupluse Leedus.
1994	Ettevõtte avab esimese kaupluse Venemaal.
1995	Baltika loob kollektsiooni Evermen™.
1996	Ettevõtte avab esimese kaupluse Lätis.
1997	Baltika aktsia noteeritakse Tallinna Börsil.
2000	Ettevõtte avab esimese kaupluse Ukrainas ja Poolas (2011. aastal Poola turg suletakse).
2002	Algab strateegiline pööre vertikaalselt integreeritud ärimudeliga rõivakaubandusettevõtteks (pööre jõustus 2005. aastal). Lansseeritakse Montoni™ rõivabränd viiel turul.
2005	Omanikeringist lahkus pikaajaline aktsionär Baltic Republics Fund (põhjuseks fondi sulgemine) ning juhatusest saab suurim aktsionär. Nõukogust lahkuvad fondi esindajad Joakim Helenius ja Claire Chabrier.
2006	CHR™ ja Evermen™ jaekontseptsioonide nimi muudetakse Mosaic™'iks ning ettevõtte avab oma 100. kaupluse. Baltika omandab kaubamärgi Ivo Nikkolo™.
2007	Mosaic™ toob turule lasterõivaste kollektsiooni (2011. aastal nende tootmine peatatakse) ning Baltika avab esimese kaupluse Tšehhis (2009. aastal Tšehhi turg suletakse).
2008	Baltika hulгимүүк laieneb Lääne-Euroopasse, sõlmitakse leping Euroopa juhtiva kaubamajade ketiga Peek&Cloppenburg.
2009	Baltika Kvartalis avatakse Moetanava kauplus.
2010	Müüakse kaubamärgid MasCara™ ja Herold™.
2013	Baltika omandab Bastioni™ ning Blue Inc London kaubamärgi esindusõigused Baltikumis. Sõlmitakse esimesed frantsiisilepingud välispartneritega Valgevenes.
2014	Väljutakse Ukraina jaemüügi ärist ning minnakse üle frantsiisimudelile. Sõlmitakse frantsiisileping Hispaanias Tenerifel.
2016	Väljutakse Venemaa jaemüügi ärist ning minnakse üle frantsiisimudelile.
2017	Avatakse esimene MontonAndMore pood Serbias Novi Sadis ja pop-up pood Soomes.
2018	Lõpetatakse Peek&Cloppenburg ketis Monton™ kollektsiooni müük ning suletakse Hispaania frantsiisipood. Lõpetatakse ennetähtaegselt frantsiisilepingud Valgevene ja Ukraina ja Venemaa partneritega.

Allikas: (Baltika Grupi lugu ... 2018)

## 1.2. Baltika aktsia näitajad ja kauplemissajalugu

2018. aasta lõpu seisuga oli Baltikal 40 794 850 lihtaktsiat nimiväärtusega 0,1 eurot aktsia kohta (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018). Kui 2004. aastal oli kõrgeim aktsiahind 0,7 eurot ja kaubeldud aktsiaid 2 000 751 (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2007), siis alates 2005. aastast on Baltika aktsia keskmine hind ning kaubeldud aktsiate arv tõusnud (vt tabel 2). 2006. ja 2007. aastal oli aktsia keskmine hind vastavalt 5,01 ja 7,03 eurot. Aktsia likviidsuse ja kauplemissaktiivsuse märgatav paremine tulenes ettevõtte edukast strateegilisest pöördest rõivatootmisettevõttest jaekaubandusettevõtteks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2007). 2007. aastal vähenes oluliselt kaubeldud aktsiate arv, mis oli ilmselt tingitud väga kõrgeist aktsiahinnast.

Tabel 2. Baltika aktsia näitajad ja kauplemissajalugu aastatel 2005–2018

Aasta	Kõige kõrgem hind eurodes	Kõige madalam hind eurodes	Kaalutud keskmine hind eurodes	Kaubeldud aktsiaid	Käive mln eurodes	Turu-väärtus aasta lõpu seisuga mln eurodes	Kasum aktsia kohta (EPS) eurodes	P/E suhe (korda)	P/B suhe (korda)
2005	4,33	0,53	1,85	13 209 708	31,08	75,7	0,270	16,1	5,7
2006	7,47	3,97	5,01	14 726 412	72,75	138,0	0,310	23,9	7,1
2007	9,57	3,35	7,03	8 384 256	53,55	72,7	0,140	27,9	3,4
2008	3,95	0,73	2,09	12 572 468	23,62	21,0	-0,060	neg	1,1
2009	1,27	0,44	0,70	10 671 279	7,57	13,6	-0,550	neg	1,1
2010	1,23	0,54	0,82	9 389 183	7,84	31,3	-0,270	neg	2,5
2011	1,52	0,30	0,81	6 663 797	5,51	10,7	-0,190	neg	1,1
2012	0,65	0,28	0,43	4 067 574	1,75	20,5	0,020	28,7	2,1
2013	0,95	0,52	0,74	4 569 595	3,38	22,3	0,003	208,2	1,9
2014	0,63	0,41	0,49	2 249 732	1,16	18,9	-0,030	neg	2,2
2015	0,49	0,29	0,36	3 153 469	1,12	14,0	-0,160	neg	2,9
2016	0,35	0,24	0,29	2 580 854	0,77	11,5	0,004	65,2	2,3
2017	0,33	0,25	0,29	2 607 312	0,75	10,4	0,001	176,6	2,0
2018	0,28	0,16	0,22	5 597 022	1,04	6,69	-0,130	neg	97,4

Allikas: autori koostatud, aluseks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded... 2005–2018)

Märkused:

1. Fondiemissiooni tulemusena emiteeriti 2007. aastal iga aktsia kohta kaks uut aktsiat, seega on aastate 2005 ja 2006 aktsiahindasid, kaalutud keskmist aktsiate arvu ja kaubeldud aktsiate arvu järgnevate perioodidega võrreldavuse tagamiseks korrigeeritud (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2007).

2008. aasta finantskriisi mõju maailma majandusele ja ülemaailmne aktsiaturgude langus ei jätnud puutumata ka Baltikumi. Baltika aktsia keskmine hind langes ca 3,5 korda (7,03 € pealt 2,09 €

peale). Selle tulemusel tõusis kaubeldud aktsiate arv hüppeliselt. Järgnevatel aastatel jäi aktsia keskmine hind alla 1 euro ning langes aastatega veelgi. Eranditeks olid aastad 2010 ja 2013, kui aktsia hind veidi tõusis. 2010. aastal võis põhjuseks olla juhtkonna antud optimistlik lubadus pressiteadetes, et Baltika jõuab 2011. aastaks kasumisse (Milder: järgmisel aastal ... 2010), hoolimata sellest, et finantsnäitajad seda ei toetanud. Samal arvamusel oli ka LHV maaklerteenuste juht, kelle sõnade kohaselt põhjustasid aktsiahinna tõusu eelkõige väikeinvestorite emotsioonid. Tema sõnul aktsiad, millest suuremad fondid ja institutsionaalsed investorid eemale hoiavad, on eriti aldis liikuma vastavalt väikeinvestorite meelsusele ning tihti ei pöörata tähelepanu ettevõtte finantsnäitajatele. (LHV: väikeinvestorite ... 2010) 2013. aasta esimesel poolaastal saavutati oodatust oluliselt parem müügitulemus ja puhaskasum, mis võis olla aktsiahinna tõusu põhjuseks. See-eest teise poolaasta jaemüügi tulemused (eelkõige Ukrainas ja Venemaal) valmistasid aktsionäridele pettumuse ning Baltika aktsia hind hakkas taas langema. (Miks Baltika ... 2013, Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2013)

2018. aastal oli aktsia keskmine hind kõigest 0,22 eurot. Samuti on kaubeldud aktsiate arv aastatega vähenenud. Erandiks oli 2018. aasta, kui kaubeldud aktsiate arv võrreldes eelmise aastaga kahekordistus. Baltika kauplemisajaloost nähtub, et 2018. aastal toimus enamik tehinguid detsembris. Põhjus võis seisneda selles, et novembris kauples Baltika aktsia kõigi aegade madalaimal tasemel, 0,16 euro juures. (Baltika aktsia ... 2019) Märkimisväärne on asjaolu, et kui 2006. aastal oli käive 72,75 mln eurot, siis viimastel aastatel on käive olnud *ca* 1 mln eurot aastas. Järelikult tunnevad investorid Baltika aktsiate vastu suhteliselt vähe huvi.

2018. aasta lõpu seisuga olid Baltika suurimateks aktsionärideks rahvusvahelised investeerimisfondid ja muud juriidilised isikud, omades ligikaudu 81% aktsiatest. Eraisikutele kuulus ligikaudu 19% aktsiatest. Kaheks suuremaks aktsionäriks olid KJK Fund (aktsiad ING Luxembourg S.A. kontol) osalusega 38,9% ja Clearstream Banking Luxembourg S.A kliendid osalusega 26,23%. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018) Clearstream Banking esindab Baltika pikaajalise partneri Itaalia tekstiilifirma E.Miroglio Finance S.A. huve (Baltika kohtuasi ...2014). Ülejäänud aktsionäride osalused jäid alla 2,5%. Juhatusel liikmete, nende lähikondlaste ja nende kontrollitavate juriidiliste isikute osalus Baltika aktsiatest oli 3,01%. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018) 2019. aasta augustis emiteeris Baltika 50 miljonit uut aktsiat ning emissiooni tulemusel sai Baltika enamusomanikuks (89,69%) senine suuraktsionär KJK Fund (Baltika suuromanik ... 2019).

Magistritöös analüüsitava perioodi alguses oli juhatuse liikmete osalus Baltikas oluliselt suurem. 2005. aastal oli Baltika suurimaks aktsionäriks ettevõtte tegevjuhtkonnale kuuluv firma OÜ BMIG osalusega 22,07% (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2005). OÜ BMIG asutati 2002. aastal eesmärgiga kaasata investeerimiseks vajalikku lisaraha (2002. aastal alustati strateegilist pööret, et muutuda tootmisettevõttest vertikaalselt integreeritud ärimudeliga ettevõtteks). OÜ BMIG ostis Baltika aktsiaid, kasutades selleks nii omanikutulu kui ka pangalaene. Pangalaenude tagatiseks olid Baltika aktsiad ja juhtkonna käendused. 2008. aastal alanud majanduskriis vähendas oluliselt laenude tagatise väärtust. (Meelis Milderi firma ... 2017) 2016. aasta seisuga oli ettevõtte Swedbankile võlgu 7,4 mln eurot, samal ajal kui tagatiseks olevate Baltika aktsiate väärtus oli 1,3 mln eurot (Baltika on Milderite ... 2016). 2017. aastal müüdi OÜ BMIG osalus Baltikas. Laenulepingu väljaostu finantseeriti kõigi OÜ BMIG-le kuuluvate Baltika aktsiate ja Meelis Milderile kuuluva 99 967 aktsia müügiga ning täiendavalt Milderi enda kaasatud vahenditega<sup>1</sup>. (Meelis Milderi firma ... 2017)

Kasum aktsia kohta (EPS) oli uuritava perioodi algusaastatega võrreldes madalam, kohati isegi negatiivne (vt tabel 2), seoses sellega, et kasum on vähenenud ning osadel aastatel teeniti kahjumit (vt lisa 4). Hind-tulu (P/E) suhtarv näitab, mitu korda ületab aktsia hind aastas ühe aktsia kohta teenitud kasumit (Schmidlin 2014, 126). Hind-tulu suhtarvu arväärtus oli aastatel 2005–2007 üle 15 (vt tabel 2), seega eeldas aktsiaturg, et firma kasumi kasvutempo ületab oluliselt inflatsiooni kasvutempot (firma toimib hästi) (Alver, Alver 2011a, 369). Järgnevatel aastatel oli P/E suhe vaheldumisi kas üpris kõrge või negatiivne (vt tabel 2). Kuna ettevõttel on olnud väga väike puhaskasum või kahjum (vt lisa 4), võib hind-tulu suhtarvu pidada mõttetuks, sest näitaja arväärtus on ebaadekvaatselt suur või negatiivne. Samuti negatiivse suhtarvu puhul oleksid investorid justkui nõus kahjumi eest maksma. (Alver, Alver 2011a, 369)

P/B suhtarv seob omavahel ettevõtte turuväärtuse ja raamatupidamisliku väärtuse (Schmidlin 2014, 131). Tabelist 2 selgub, et enne majanduskriisi oli suhtarv tunduvalt suurem kui 1. Seega turul hinnati ettevõtet selle raamatupidamislikust väärtusest kõrgemalt. Kriisi ajal aastatel 2008 – 2011 oli suhtarvu arväärtus 1,1 (erandiks 2010. aasta, kui suhtarv oli 2,5) ning hakkas uuesti tõusma 2012. aastal. 2018. aasta lõpu seisuga ületas turuväärtus bilansilist väärtust 97-kordselt. Põhjuseks oli aruandeaasta suur puhaskahjum, mis vähendas oluliselt ettevõtte omakapitali (vt lisa 3), samal ajal kui aktsia hind võrreldes eelnenud aastaga oluliselt ei vähenenud (vt tabel 2).

---

<sup>1</sup> Artiklist ei selgunud, milliseid vahendeid Milder täpsemalt kaasas.

Viimase 12 aasta jooksul ettevõtte dividende maksnud ei ole. Viimati maksti dividendi 2007. aastal, mil dividendimäär oli 0,7%. Baltika dividendipoliitika järgi ei maksta dividende kuni on saavutatud tugev finantspositsioon ja piisav investeerimisvõimekus. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2005–2018) Dividendipoliitika annab investoritele aimu, kas ettevõtte on investeerimiseks atraktiivne, et saada hiljem suuremaid dividende. Mida rohkem on tehtud dividendimakseid, seda suurem on investorite huvi. (Alver 1998)

### **1.3. Nõukogu ja juhatuse liikmete taust**

Ettevõtte otsuseid langetavad äriühingu juhtorganid, seega on oluline uurida võtmeisikute tausta. Ettevõtte edukaks toimimiseks ning õigete juhtimisotsuste tegemiseks on vaja inimesi, kellel on tegevusvaldkonna spetsiifikale vastavad teadmised ning eelnevad kogemused mõne ettevõtte juhtimisega. Seetõttu uurib magistritöö autor võtmeisikute hariduskäiku ja eelnevat töökogemust. Autor vaatab, kui pikalt on võtmeisikud Baltikas töötanud, mis valdkondadest on nende varasemad tööalased kogemused ning kui paljudel on kogemusi tootmis- ja jaekaubandusettevõtetega. Ettevõtte kehvasid finantstulemusi võivad põhjustada valed juhtimisotsused, mis omakorda võivad tingitud olla teadmiste ja kogemuste puudumisest. Autor kirjeldab kõiki juhatuse ning nõukogu liikmeid, kes on olnud Baltika juhatuses/nõukogus aastatel 2005–2018.

Kuuel nõukogus olnud isikul kaheksast (Jaakko Sakari Mikael Salmelin, Tiina Mõis, Lauri Kustaa Äimä, Gert Tiivas, Allan Remmelkoor, Andres Erm) on haridus omandatud majandusvaldkonnas ja kahel isikul muus valdkonnas. Muudest valdkondadest olid esindatud õigusteadus (Reet Saks) ning automaatika ja telemehaanika (Valdo Kalm). Viiel juhatuses olnud isikul kaheksast (Meelis Milder, Maigi Pärnik-Pernik, Ülle Järv, Kati Kusmin, Ingrid Uibukant) on haridus omandatud majandusvaldkonnas ja kahel isikul muus valdkonnas. Muudest valdkondadest olid esindatud bio-geograafia (Maire Milder) ja tekstiilitööstus (Boriss Loifenfeld). Andrew J. D. Patersonil kõrgharidus puudub. (vt lisa 1, 2)

Nõukogus olnud isikutest paljud (Jaakko Sakari Mikael Salmelin, Lauri Kustaa Äimä, Gert Tiivas, Tiina Mõis) tegelevad investeerimisega. Jaakko Sakari Mikael Salmelin on 31.12.2018 seisuga juhatuse liige investeerimisega tegelevas ettevõttes KJK SICAV-SIF Fund ning Lauri Kustaa Äimä on seotud teiste KJK investeerimisfondidega. (vt lisa 1) KJK SICAV-SIF Fund on alates 2019. aasta augustist Baltika enamusosanik, omades 89,69% Baltika aktsiatest (Baltika suuromanik ...



2019). Tiina Mõis on varem töötanud pearaamatupidajana ning olnud Hansapanga administratsiooni divisjoni direktor, Nõmme linnaosa Halduskogu esimees ja Tallinna Linnavalikogu liige. Juhtimisalaseid kogemusi on Valdo Kalmul ja Andres Ermil. Valdo Kalm on olnud juhatuse esimees ettevõtetes AS Eesti Telekom ja AS EMT, kus ta töötas ligikaudu 30 aastat, millest 15 aastat juhina. Alates 2016. aastast on ta juhatuse esimees ning tegevdirektor ettevõttes AS Tallinna Sadam. Andres Erm on alates 2009. aastast äri- ja juhtimisalase nõustamisega tegelevas firmas juhtiv partner. Reet Saks on advokaat ja Allan Remmelkoor töötab alates 1997. aastast kaubanduskeskuste arendamise alal. (vt lisa 1)

Juhatuses olnud isikute eelnevad töökogemused on väga erinevad. Pikaajaline kogemus ettevõtte juhtimisega on Meelis Milderil, kes on Baltika Grupis alates 1984. aastast, mil ta töötas Valga tehase direktorina. Aastatel 1991–2019 oli ta Baltika Grupi tegevjuht ja juhatuse liige. Ka Kati Kusminil on juhtimiskogemusi. Ta on olnud Tallinna Kaubamaja direktor ja Kalev AS tegevjuht. Baltikas töötas ta müügi- ja turundusdivisjoni direktorina. Pärast Baltikast lahkumist oli ta Silvano Fashion Groupi tegevdirektor ning alates 2017. aastast Riigi Kinnisvara AS juhatuse liige. Finantsjuhtimisega on tegelnud kaks juhatuse liiget – Maigi Pärnik-Pernik ja Ülle Järv. Pärnik-Pernik oli enne Baltikasse tulemist finantsvaldkonna eest vastutav juhatuse liige Eesti Haigekassas ja Estonian Air-is. Alates 2011. aastast on ta Baltika finantsdirektor ja juhatuse liige. Ülle Järv oli kuni 2011. aastani Baltika finantsdirektor ning alates 2011. aastast Baltika siseaudiitor. Ingrid Uibukandil ja Andrew J. D. Patersonil on kogemusi hanke- ja tarneahela ning varude juhtimisega. Maire Milder töötas enne Baltikasse tulemist pedagoogi ja metoodikuna. Baltikas töötas ta esmalt jaekaubanduse ja turunduse direktorina ning hiljem jaekaubanduse direktorina. Boriss Loifenfeld on töötanud Baltikas erinevatel ametikohtadel (müügi- ja ekspordi direktorina, hulgimüügi direktorina ning Ida- Euroopa nõunikuna). (vt lisa 2)

Täiendavalt vaatab autor kui pikalt juhatuse ning nõukogu liikmed on Baltikas olnud, et näha kui palju on kokku puutunud konkreetse äriühingu toimimise, juhtimise ja probleemidega. Magistri-töös analüüsitava perioodi nõukogu algkoosseisus olid Miles Warwick, Joakim J. Helenius, Reet Saks ja Claire Chabrier. 2005. aastal väljus Baltika aktsionäride ringist pikaajaline investor Baltic Republics Fund (põhjuseks fondi sulgemine) ning seeõttu kutsuti Baltika eelmine nõukogu tagasi. Eelmise nõukogu kaks liiget, Joakim Helenius ja Claire Chabrier, esindasid nõukogus Baltic Republics Fund'i huve. Endistest nõukogu liikmetest jäi alles vaid Reet Saks. (Hea ühingujuhtimise ... 2006) Uute liikmetena lisandusid Tiina Mõis, Gert Tiivas, Allan Remmelkoor ja Andres Erm. Suuremad muutused nõukogus toimusid aastatel 2008–2011, mil nõukogust

lahkusid Gert Tiivas, Allan Remmelkoor ja Andres Erm ning asemele tulid Jaakko Sakari Mikael Salmelin, Lauri Kustaa Äimä ja Valdo Kalm. 2010. aastal lisandus nõukogusse ka Eduardo Miroglio, kuid juba järgmisel aastal ta lahkus. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2006–2011) Aastateks jäi nõukogu koosseis muutumatuks. 2019. aastal lahkus nõukogust Valdo Kalm ning nõukoguga liitus Kristjan Kotkas. Kristjan Kotkas on Baltika suuraksionäri KJK Grupi õigusnõunik ning tal on pikaagne kogemus advokaadina. (Baltika nõukogust lahkub ... 2019; Likvideeritava fondi ... 2019)

Üldiselt ei ole majandusaasta aruannetes ega meedias täpsemalt põhjendatud nõukogu liikmete vahetumist. Miroglio (Baltika pikaajaline tekstiilifirma partner ja aktsionär, kes omab aktsiaid Clearstream Banking S.A. nimel) puhul kajastati meedias uudist, et ta pöördus 2012. aastal kohtusse, et tühistada ettevõtte aktsiakapitali suurendamise otsus (Suuromanik andis ... 2012). Miroglio oli vastu KJK Fundi osaluse suurendamisele Baltikas, mis viitab sellele, et tal oli erimeelsusi Jaakko Sakari Mikael Salmelini ja Lauri Kustaa Äimäga. Eelnev võis olla ka põhjuseks, miks ta oli nõukogus vaid aasta. Samuti lahkusid Andres Erm ja Allan Remmelkoor nõukogust vahetult pärast soomlaste liitumist nõukoguga (vt lisa 1). Autor juhib tähelepanu sellele, et Lauri Kustaa Äimä ja Jaakko Sakari Mikael Salmelin liitusid Baltika nõukoguga vastavalt 2009. ja 2010. aastal ehk mõned aastad pärast Baltika muutumist tootmisettevõttest vertikaalselt integreeritud ettevõtteks ning olulist laienemist Ida-Euroopasse. Seega võib oletada, et Äimä ja Salmelin pooldasid Baltika senist juhtimisstrateegiat ja tegevjuht Meelis Milderit (mis ilmselt oli ka põhjuseks, miks pikalt raskustes olnud ettevõtte juhti välja ei vahetatud).

2005. aasta juhatuse koosseisus olid Meelis Milder, Ülle Järv, Maire Milder ja Boriss Loifenfeld ning 2008. aastal liitus juhtkonnaga Andrew J. D. Paterson. Aastatel 2010–2012 lahkusid juhatusest Ülle Järv ja Boriss Loifenfeld ning asemele tuli Maigi Pärnik-Pernik. 2012. aastal liitus juhtkonnaga Kati Kusmin. 2014. aastal lahkusid juhatusest Andrew J. D. Paterson ja Maire Milder ning 2016. aastal Kati Kusmin. Edaspidi oli juhatuses kaks liiget – Meelis Milder ja Maigi Pärnik-Pernik. 2017. aastal oli pool aastat juhatuse liikmeks pikaagne Baltika hanke- ja tarneahela juht Ingrid Uibukant. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2005–2018) 2019. aasta esimeses pooles liitus Baltika juhatusega Mae Leyrer ning juunis 2019 lahkus juhatusest Meelis Milder, kes jätkas Baltikaga koostööd nõukogu nõunikuna (Baltikaga liitub ... 2019, Meelis Milder lahkub ... 2019).

Paistab silma, et Baltika tegevjuht Meelis Milder oli ainsana juhatuses kogu uuritava perioodi. Magistritöö autori arvates on see kummaline, kuna praktikas vahetatakse tihtipeale ettevõtte mittetoimimisel juht/juhid välja. Baltika näitel jäi tegevjuht kuni 2019. aastani samaks. Küll aga on teiste juhatuse liikmete seas olnud läbi aastate liikumisi ning enamasti on nad nõukogu poolt ametist tagasi kutsutud ennetähtaegselt (erandiks Maire Milder, kelle puhul lepingu lõppedes seda ei pikendatud). (vt lisa 2) Eelnev viitab sellele, et juhatuse liikmetel võis olla tegevjuhi ja/või nõukoguga lahkavamus. Samas mitu juhatuse liiget jätkas pärast juhatusest lahkumist tööd Baltika-sisestel ametikohtadel (vt lisa 2).

Nõukogu liikmetest on kogemusi ettevõtte juhtimisega vaid Valdo Kalmul, kuid tema kogemus on seotud telekommunikatsiooni ettevõttega, mille igapäeva probleemid erinevad tootmis- ja jaekaubandusettevõtte omadest. Andres Ermil on äri- ja juhtimisalane nõustamiskogemus, mida võib pidada positiivseks, kuna ilmselt on ta kokku puutunud paljude eri valdkonna ettevõtete juhtimisalase nõustamisega. Nõukogus olid esindatud ka advokaadi taustaga inimesed. Kindlasti tuleb kasuks, kui vastavate teadmistega isik on lisaks eriala spetsialistidele nõukokku kaasatud, et tagada ettevõtte toimimine seadustega kooskõlas. Negatiivseks peab töö autor asjaolu, et pooled nõukogus olnud isikutest on tegelenud hoopis investeerimisega. Kuna nõukogu ülesandeks on pikemaajaliselt planeerida ja korraldada ettevõtte juhtimist ning teostada järelevalvet juhatuse tegevuse üle, peaksid nõukogu liikmed omama kogemusi mõne (kasuks tuleks eelkõige sama tegevusvaldkonna) ettevõtte juhtimisega. Baltika puhul oleksid vajalikud teadmised seoses tootmise, jae-, frantsiisi- ja hulgikaubandusega. Teadmised, mis kaasnevad investeerimisega, erinevad sellest, mida oleks vaja mõne konkreetse ettevõtte juhtimiseks. Samas heaks näitajaks pidas autor seda, et enamikul nõukogus olnud isikutest on haridus just majandusvaldkonnast.

Juhatuse liikmete puhul on näha, et juhatusse oli palju kaasatud Baltika jaoks oluliste valdkondade (jae- ja hulgimüük, turundus, hanke- ja tarneahela juhtimine) juhte, mis on positiivne, kuna valdkonnajuhid said juhatuses otsuste tegemisel rohkem kaasa rääkida. Samas mõne konkreetse ettevõtte juhtimisega on kogemusi vaid Meelis Milderil ja Kati Kusminil. Positiivne on see, et mõlemad on juhtinud just tööstus- ja jaekaubandusettevõtet. Kuna Meelis Milder on olnud väga pikka aega Baltika tegevjuht, võib teda pidada oluliseimaks võtmeisikuks, mistõttu tema tegevusel oli oluline roll ettevõtte käekäigus. Milder alustas oma karjääri Baltikas noorelt, kõigest mõni aasta pärast ülikooli lõpetamist, ning on olnud ettevõttega seotud kokku koguni 35 aastat. Ilmselt võis pikaajaline kogemus ettevõttes teha tegevjuhti liigselt enesekindlaks ja ambitsioonikaks juhtimisotsuste tegemisel. Samuti võis ettevõttega tekkinud emotsionaalne side takistada tegeliku turu-

olukorra ja tervikpildi nägemist. Negatiivseks võib pidada asjaolu, et Milderil puuduvad varasemad kogemused mõne teise ettevõtte juhtimisega. Kindlasti võis tegevjuhil olla keeruline anda oma varasematele juhtimisotsustele kriitilisi hinnanguid, mistõttu nagu eelnevalt mainitud, oleks kehvas majanduslikus seisundis ettevõtte kriisist välja toomiseks olnud kasulik tegevjuht välja vahetada. 2019. aastal antud intervjuus tunnistas Meelis Milder, et Baltika üritas siiani tema juhtimisel tõestada, et on võimalik Eestis toota ja rahvusvaheliselt kasvada, kuigi paljud kriitikud ütlesid talle, et see pole hea strateegia. Alles nüüd, 2019. aastal, tunnistas Milder, et seda ei suudetud. (Meelis Milder rääkis ... 2019) Heaks näitajaks pidas magistritöö autor seda, et enam kui pooltel juhatuses olnud isikutest oli haridus majandusvaldkonnast.

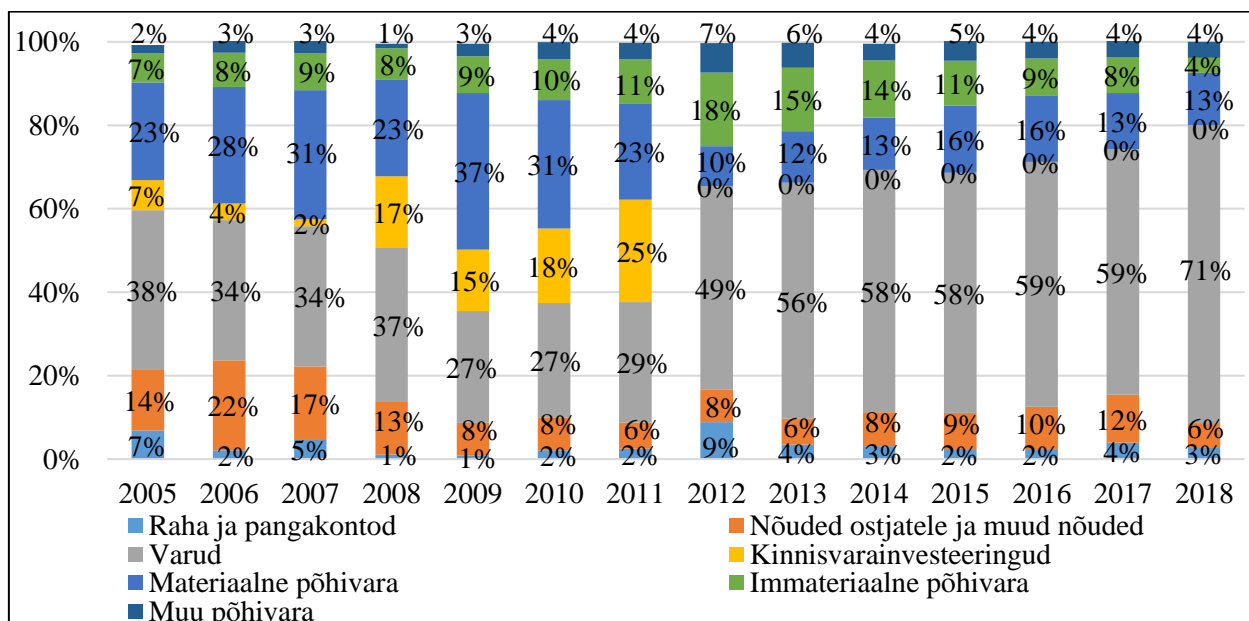
Oluliseks võtmeisikuks oli autori hinnangul ka Meelis Milderi abikaasa Maire Milder, kes oli juhatuses aastatel 2000–2014. Baltikas töötas ta aastatel 1998–2019 jaekaubanduse direktorina. (vt lisa 2) Ettevõtte olulise valdkonna, jaekaubanduse, juhiks oli isik, kelle eelnevad töökogemused ja haridus olid hoopis teisest valdkonnast. Töö autor arvab, et kindlasti oli keeruline ilma õppeta ümber häälestuda erialasele mõtlemisele, mida uus amet nõudis. Samuti võis kogemuste puudumine negatiivselt mõjutada jaekaubandusega seotud otsuseid.

30.09.2019 seisuga olid nõukogu liikmed Jaakko Sakari Mikael Salmelin, Tiina Mõis, Reet Saks, Lauri Kustaa Äimä ja Kristjan Kotkas. Juhatuse liikmed olid Mae Leyrer ja Maigi Pärnik-Pernik. Baltika aktsiaid omasid vaid nõukogu liikmed Tiina Mõis (AS Genteel nimel) ja Lauri Kustaa Äimä (Kaima Capital Eesti OÜ nimel). Juhatuse liikmed aktsiaid ei omanud. (Konsolideerimisgrupi vahearuanne ... 2019)

## 2. BALTIKA GRUPI FINANTSARUANNETE ANALÜÜS AASTATEL 2005–2018

### 2.1. Bilansi struktuuri- ja dünaamikaanalüüs

Bilansi struktuurianalüüsist selgub (vt joonis 6), et aastatel 2005–2011 põhivara osatähtsus koguarvast tõusis, moodustades aastatel 2009–2011 ligikaudu 2/3 koguarvast. 2012. aastal vähenes põhivara maht järsult ning 2018. aasta lõpu seisuga moodustas põhivara 21% koguarvast. Rõivatööstusettevõtte puhul eeldaks, et põhivara on rohkem. Selgus, et varem kuulusid ettevõttele tootmishooned ja Veerenni 24 kinnistu, kus asusid peakontor ja Moetänava kauplus. 2010. aastal müüdi Rakveres ja Ahtmes asuvad tootmiskinnistud ja edaspidi võeti Ahtmes asuv tootmishoone rendile. 2012. aastal müüdi Veerenni kinnistu ja samas asukohas võeti rendile peakontor ning Moetänava kauplus. (Baltika Grupi esimese ... 2010, konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012). 2019. aastal lõpetati Eestis tootmine ning teenust hakati sisse ostma koostööpartneritelt (Baltika lõpetab Eestis ... 2019). Seega põhivara osatähtsus koguarvast väheneb veelgi.

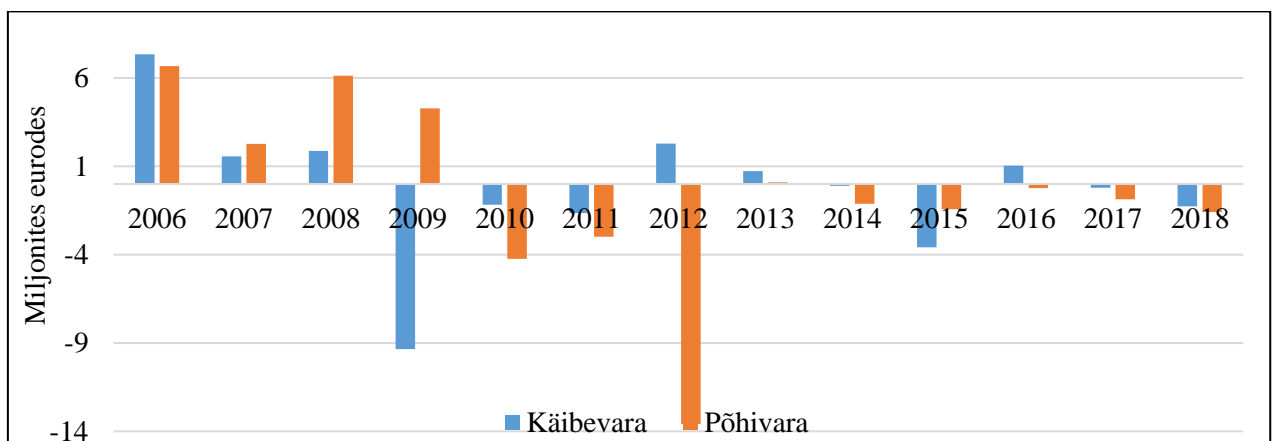


Joonis 6. Baltika vara struktuur aastatel 2005–2018, aasta lõpu seisuga

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 6

Kuni 2007. aastani (k.a) moodustas käibevara vähemalt poole Baltika koguarast. Aastatel 2008–2011 põhivara maht suurenes, mistõttu vähenes käibevara osatähtsus koguarast. Alates 2012. aastast moodustas käibevara umbes 2/3 koguarast ning 2018. aastal koguni 4/5 koguarast. (vt joonis 6) Põhiosa käibevarast moodustavad varud, mis on jaekaubandusettevõtte puhul ootuspärane. Küll aga on näha, et varude osatähtsus koguarast on üsna suur, mis tekitab küsimuse, kui likviidne on ettevõtte.

Dünaamikaanalüüsist nähtub (vt joonis 7), et 2006. aastal suurenes põhivara 69% (vt lisa 7) seoses investeringutega jaekaubandusse (Ukrainas ja Venemaal avati kokku 25 poodi) ja uue logistikakeskuse rajamisega Lasnamäele (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2006). Seega oli ettevõtte strateegiaks laienemine ning eelkõige just rahvusvahelistele turgudele. 2008. ja 2009. aastal suurenes põhivara vastavalt 33% ja 17% (vt lisa 7), kuna aadressil Veerenni 24 hakati kinnisvarainvesteeringuna arendama büroohoone ja maad. Valminud büroohoone maksumus jaotati proportsionaalselt vastavalt kasutusotstarbele kinnisvarainvesteeringuks ja materiaalseks põhivaraks. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2008–2009)



Joonis 7. Baltika käibevara ja põhivara absoluutjuurdekasvud aastatel 2006–2018  
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 7

2010. aastal vähenes põhivara seoses tootmiskinnistute müügiga Ahtmes ja Rakveres (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2010). 2012. aastal müüdi aadressil Veerenni 24 asuv kinnistu ja Baltika põhivara vähenes 13,6 mln euro võrra (juurdekasvutempo -63%, vt lisa 7). Saadud rahaga vähendati võlakohustisi. Samas asukohas jätkati peakontori ja Moetanava kaupluse rentimist. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012) Hilisemast kasumiaruande ja rahakäibe aruande analüüsist selgus, et kinnisvara müügile eelnenud aastatel vähenes oluliselt ettevõtte müügitulu, saadi suuri kahjumeid ning raha puhaskäive äritegevusest oli

negatiivne (2010. aastal koguni 5 mln eurot, vt lisa 5). Toimetulemiseks emiteeriti aktsiaid. Võib oletada, et finantsraskuste tõttu müüdi ära ka kinnisvara.

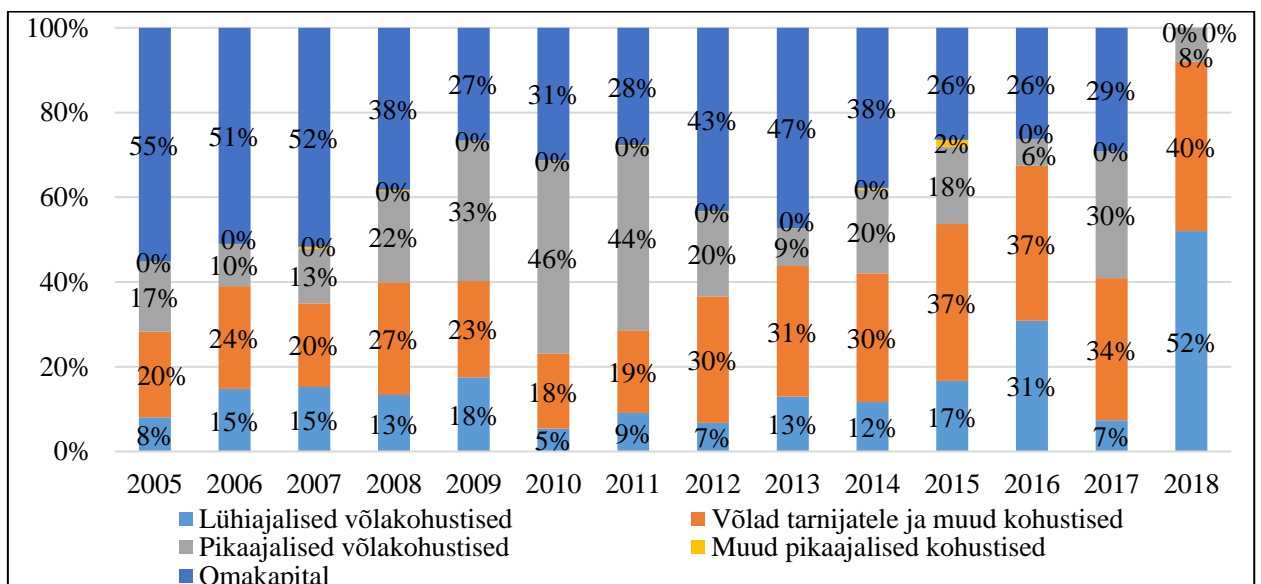
Immateriaalses varas olid suuremad muutused aastatel 2015 ja 2018 (vt lisa 7). 2015. aastal lõpetati Venemaal jaetegevus ning kanti maha Venemaa ettevõtete firmaväärtused (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2015). 2018 aastal hinnati alla Bastioni kaubamärk ja kanti maha tootmisettevõtte Baltika Tailor firmaväärtus (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018). Autor juhib tähelepanu sellele, et firmaväärtuse mahakandmine ning kaubamärgi allahindamine ei mõjuta rahakäivet, seega ei takista see kohustiste tasumist.

Käibevara suurenes 2006. aastal 51% (vt lisa 7) seoses ulatusliku laienemisega Ukrainas ja Venemaal, mis suurendas varusid ning nõudeid ostjatele ja muid nõudeid (ettemakstud rendikulud) (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2006). 2008. aastal oli varude maht analüüsitava perioodi suurim, kasvades võrreldes eelmise aastaga 31% (vt lisa 7). Põhiliselt suurenesid valmistoodang ja ostetud kaup müügiks. Majandusaasta aruandes põhjendati seda uute kaupluste avamisega, suurema kaupade sisseostuga ning talvehooaja varude kõrgema tasemega aasta lõpus. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2008) Enamasti põhjustab varude kasvu kas positiivne või negatiivne stsenaarium. Positiivseks stsenaariumiks on ettevõtte laienemine, mistõttu eeldatakse suuremat müüki, mille tagamiseks on vaja rohkem varusid. Negatiivseks stsenaariumiks on olukord, kus ei suudeta kaupa müüa, varud kogunevad lattu ning toodete realiseerimiseks tehakse allahindlusi. Kuna ulatuslik laienemine jäi eelmistesse aastatesse, põhjustas varude suurenemist ilmselt kas valesti planeeritud sisseostetud varude kogus või probleemid varude realiseerimisega. 2009. aastal vähenesid varud ning nõuded ostjatele ja muud nõuded vastavalt 35% ja 44% (vt lisa 7). Selgus, et varud viidi läbi allahindluste vastavusse kriisiaegsete müügitasemetega (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2009). Seega eelmise aasta varude kasvu põhjustas negatiivne stsenaarium. Nõuded ostjatele ja muud nõuded vähenesid seoses Venemaa hulгимүүги partnerilt seitsme kaupluse ülevõtmise ja liitmisega Baltika jaesüsteemi. Kokkuvõttes müük ei vähenenud. (*Ibid*)

Alates 2012. aastast hakkasid varud (eelkõige valmistoodang) uuesti kasvama, suurenedes 2013. aastal võrreldes eelmise aastaga 20% (vt lisa 7). Võib eeldada, et põhjuseks oli jällegi kas laienemine või probleemid varude realiseerimisega. Majandusaasta aruandes toodi põhjuseks sügiskollektsiooni oodatust väiksem müük ning uute poodide avamine (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2013). Tekib küsimus, kas laienemine oli õigustatud, kui toodete

müügiga oli raskusi. 2015. aastal vähenesid varud 22% (vt lisa 7), kuna Venemaa, Valgevene ja Ukraina hulgipartnerite tellimused vähenesid ning tekkinud kauba ülevaru realiseeriti Balti jaeturgudel suurte allahindlustega (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2015). 2018. aastal vähenesid nõuded ostjatele ja muud nõuded võrreldes eelmise aastaga 58% (vt lisa 7) seoses hulгимүүги vähenemise ja Ida-Euroopa regiooni maksetähtaja ületanud nõuete mahakandmisega. Hulгимүүги vähenemist põhjustas 2018. aasta sügisel Montoni™ kollektsiooni müügi lõpetamine Saksamaa kaubamajades<sup>2</sup> ja järsult vähenenud frantsiisimüük Venemaal, Valgevenes ja Ukrainas. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018)

Kui võrrelda kohustiste ja omakapitali vahetõrka bilansi struktuuris (vt joonis 8), siis on kohustiste osatähtsus aastatega pigem suurenenud.



Joonis 8. Baltika vara katteallikate struktuur aastatel 2005–2018, aasta lõpu seisuga  
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 6

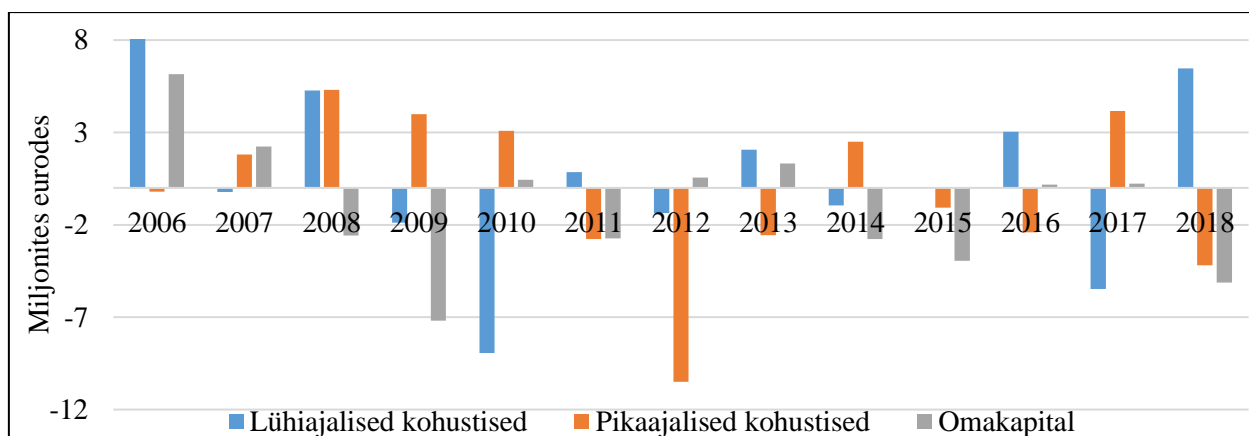
Kuni 2013. aastani moodustasid kohustised ligikaudu poole vara katteallikatest (erandiks aastad 2008–2011, kui kohustiste osatähtsus passivast tõusis). Alates 2014. aastast kohustiste osatähtsus passivast tõusis, moodustades viimastel aastatel ligikaudu 2/3 ning 2018. aastal koguni 99,55% passivast. Selline omakapitali ja võõrkapitali disproportsioon muudab uute laenude saamise raskeks või küsitakse suure riski tõttu suurt intressi. Võla teenindamata jätmisel on risk, et ettevõtte

<sup>2</sup> Majandusaasta aruandest nähtus, et varem kasvas hulгимүүк hoogsalt, kuid jäeti põhjendamata, kas Monton™ kollektsiooni müük lõpetati seoses vähese nõudlusega või mõnel muul põhjusel. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne... 2018). Samuti ei avaldanud põhjust Baltika finantsjuht (vt lisa 16).



on sunnitud müüma oma vara või välja kuulutama pankroti. Samuti on näha, et tõusnud on lühiajaliste kohustiste osatähtsus, moodustades 2018. aastal koguni 92% võõrkapitalist, mis peaks kreditore (sh panku) eriti ettevaatlikuks muutma.

Dünaamikaanalüüsi kohaselt (vt joonis 9) suurenesid 2006. aastal lühiajalised kohustised 119% (vt lisa 7). Võlad tarnijatele kasvasid seoses jaesüsteemi suurenemisega. Pangalaenudega finantseeriti uue logistikakeskuse ehitust ja jaesüsteemi laiendamist. Tehti kaks võlakirjaemissiooni maksumusega 2 mln eurot. Saadud raha kasutati eelmise võlakirjaemissiooni lunastamiseks ja äritegevuse finantseerimiseks. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2006) Niisiis laenati raha muuhulgas eelnevate võlgade refinantseerimiseks.



Joonis 9. Baltika lühi- ja pikaajaliste kohustiste ning omakapitali absoluutjuurdekasvud aastatel 2006–2018

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 7

2007. aastal võeti jaesüsteemi laiendamiseks ja äritegevuse finantseerimiseks pangalaenu ning sarnaselt eelmise aastaga korraldati võlakirjaemissioon maksumusega 1,89 mln eurot, et refinantseerida 2006. aastal emiteeritud võlakirjaemissioone. Aktsiakapitali suurendati fondi-emissiooni teel, mis viidi läbi jaotamata kasumi ja ülekursi arvelt. Iga olemasoleva aktsia kohta emiteeriti kaks uut aktsiat. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2007) Seotud omakapitali suurendati vaba omakapitali arvelt, seega võlausaldajate kindlustunne suurenes. Tavaliselt on aktsiate tükeldamise (ingl. k. *split*) põhjuseks aktsia kõrge hind, mida tahetakse investoritele sobivamaks teha (aruandeaastal oli Baltika aktsia keskmine hind uuritava perioodi kõrgeim, vt tabel 2). Ilmselt soovis Baltika niiviisi suurendada väärtpaberi likviidsust, lootes et see aitab kaasa aktsiahinna tõusule (tekib psühholoogiline efekt). 2008. aastal suurenesid võlad tarnijatele 61% (vt lisa 7) seoses eelpool kirjeldatud varude kasvuga. Pikaajalised võlakohustised

suurenesid 100% (vt lisa 7), kuna pangalaenuga finantseeriti uue kontorihoone ehitust aadressil Veerenni 24 (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2008).

2009. aastal vähenesid seoses tarnimise vähenemisega nii võlad tarnijatele kui ka varud. Lühi- ja pikaajaliste võlakohustiste kasv (vt joonis 9, vt lisa 7) oli tingitud uue kontorihoone käimasolevast ehitusest. Aruandeaasta puhaskahjum oli analüüsitava perioodi suurim – 10,2 mln eurot. Äritegevuse finantseerimiseks korraldati kutselistele investoritele suunatud eelisaktsiate emissioon kogusummas 2,6 mln eurot<sup>3</sup>. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2009)

2010. aastal vähenesid lühiajalised võlakohustised 73% (vt lisa 7) ja pikaajalised võlakohustised suurenesid, kuna pankadega sõlmiti refinantseerimise lepingud. Lisaks korraldati lihtaktsiate emissioon, mille tulemusel saadi 6,8 mln eurot. Aruandeaasta puhaskahjum oli 6,3 mln eurot. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2010) 2011. aastal suurendati Baltika aktsiakapitali ülekursi ja reservide arvel sissemakseid tegemata (fondiemissiooni teel) 1,9 mln euro võrra. Eelisaktsiad tühistati ja asendati lihtaktsiatega<sup>4</sup> ning korraldati lihtaktsiate emissioon, mille tulemusena laekus 3 mln eurot. Aruandeaasta puhaskahjum oli 5,9 mln eurot. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2011)

Kõigil kolmel viimasel aastal (2009, 2010, 2011) emiteeriti aktsiaid. Hilisematest kasumiaruande ja rahakäibe aruande analüüsides selgus, et samadel aastatel vähenes ettevõtte müügitulu, saadi kahjumit ning raha puhaskäive äritegevusest oli negatiivne. Majanduskriis vähendas klientide tarbimist ja müügitulu vähenes. Juhuste kokkulangevusel alustati aasta enne müügitulu vähenemist (2008. aastal) Veerenni 24 kinnistu arendamist, mis tõi kaasa suure pangalaenu ning pani ettevõtte ebasoodsasse olukorda. Tõenäoliselt emiteeriti aktsiaid seoses ettevõtte rahaliste raskustega.

2012. aastal vähenesid pikaajalised võlakohustised 69% (vt lisa 7). 13,6 mln euro eest müüdi Veerenni 24 kinnistu, millest 13 mln tagastati ennetähtaegselt kinnistu arendamiseks võetud laenu (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012). Tänu sellele parenes Baltika finantsseisund. Samas võeti Swedbank-ilt laenu juurde, et investeerida jaesüsteemi ning pikendati olemasoleva laenu tagasimaksetähtaega. Veel väljastati seotud osapoolle KJK Fund konverteeritavaid H-võlakirju. (*Ibid*) Järelikult prooviti rahalistes raskustes ettevõtet päästa lisaks

---

<sup>3</sup> Tõenäoliselt ei viidud eelisaktsiaid börsile, et vähendada raha- ja ajakulu. Eelisaktsiate emiteerimine tekitab negatiivse hoiaku ettevõtte suutlikkuse suhtes lihtaktsiatega finantseerimisel (Alver 1998).

<sup>4</sup> Eelisaktsiate vahetamine lihtaktsiate vastu on positiivne, kuna aktsionärid usuvad ettevõtte pikaajalisusesse ja tulu suurenemisse, loobudes õigusest saada eelisjärjekorras dividende (Alver 1998).

kinnisvara müügile lisaraha kaasamise ja laenu tagasimaksetähtaegade pikendamisega. Aruandeaastal vähendati aktsiakapitali 17,9 mln euro võrra, 7,2 mln euron: jaotamata kahjum vähenes 16,7 mln euro võrra ning kohustuslik reservkapital suurenes 1,2 mln euro võrra. (vt lisa 7) Selle tulemusel viidi omakapital vastavusse äriseadustikus ette nähtud miinimumnõudega.

2013. aastal saadi Swedbank'ilt laenu ning märgiti aktsiateks eelmisel aastal seotud osapoolle KJK Fund väljastatud H-võlakirjad<sup>5</sup>. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2013) 2014. aastal emiteeriti 3-aastaseid konverteeritavaid J-võlakirju 3 mln euro ulatuses (sh 2,55 mln seotud osapoolle KJK Fund) (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2014). Seega kaasati äritegevuse jätkamiseks jällegi lisaraha. Omakapitali vähendas kadum Ukraina varade allahindlusest (*Ibid*). 2015. aasta omakapitali vähenemine oli eelkõige tingitud Venemaa tütarettevõtete müügiga seotud varade allahindlusest (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2015). 2016. aastal klassifitseeriti J-võlakirjad pikaajalistest võlakohustistest lühiajalisteks ning võeti laenu (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2016, vt joonis 9). 2017. aastal vähenesid lühiajalised kohustised ning suurenesid pikaajalised seoses võlakirjade refinantseerimisega. Väljastati uued K-võlakirjad kogusummas 4,5 mln eurot (sh seotud osapoolle KJK Fund 3,6 mln eurot). (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2017)

2018. aasta lõpu seisuga moodustas võõrkapital kogu passivast 99,55% (vt joonis 8). Lühiajalised võlakohustised suurenesid 498% (vt lisa 7), kuna K-võlakirjad klassifitseeriti ümber pikaajalistest võlakohustistest lühiajalisteks. Aruandeaasta puhaskahjum oli 5,2 mln eurot. Kahjumi katmiseks kasutati reserve ja ülekurssi ning vähendati aktsia nimiväärtust 0,2 eurolt 0,1 euron. Aktsiakapital vähenes 4,08 mln euron. 2018. aasta lõpu seisuga ei vastanud Baltika omakapital äriseadustiku nõuetele, mistõttu suurendati aktsia nimiväärtust 1 eurole ja vahetati olemasolevad aktsiad selliselt, et iga 10 aktsia eest sai vastu 1 uue aktsia. Seejärel vähendati aktsia nimiväärtust uuesti 0,1 eurole ja aktsiakapital vähenes 4,08 mln eurolt 0,41 mln eurole. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018) Ilmselt oli see aktsia nimiväärtusega manipuleerimine, et viia omakapital vastavusse äriseadustiku nõuetega (omakapital peab moodustama vähemalt poole aktsiapitalist). Reservidest summas 1,1 mln eurot (vt lisa 3) ei piisanud kahjumi katmiseks, seega tuli täiendavalt vähendada ka aktsiakapitali. Selle tulemusel muutus omakapital negatiivseks, mis tähendab, et ettevõtte edasiseks jätkamiseks oli järjekordselt vaja lisaraha. 2019. aasta alguses sõlmiti KJK Fund'iga lühiajaline laenuleping summas 3 mln eurot ning augustis 2019 korraldati

---

<sup>5</sup> Võlakirjade vahetamine aktsiate vastu viitab ettevõtte atraktiivsusele investorite hulgas (Alver 1998).

aktsiaemissioon summas 5 mln eurot. Emissioonist saadud rahaga maksti tagasi KJK Fund-ilt aasta alguses võetud laen. Võib oletada, et aasta alguses võeti seotud osapoleelt laenu, et katta jooksvad kulud seni kuni emissioonist raha laekub. Lisaks sõlmiti kokkulepe lühiajaliste K-võlakirjade osas nende peamise omaniku (81%) KJK Fund-iga võlakirjade refinantseerimiseks. (Konsolideerimisgrupi vahearuanne ... 2019)

Tähelepanuväärne on, et Baltika bilansimaht muutus aastatel 2005–2018 oluliselt. Kui 2008. aastal oli Baltika bilansimaht *ca* 50 mln eurot, siis 2018. aastal vaid *ca* 15 mln eurot. Põhivara vähenes, kuna makseraskuste tõttu müüdi 2010. aastal Rakveres ja Ahtmes tootmiskinnistud ja 2012. aastal Veerenni 24 kinnistu, mis oli finantseeritud pangalaenuga. Edaspidi võeti pinnad rendile, seega hakati pangalaenu asemel maksma renti. Töö autor arvab, et pangalaenuga finantseeritud kinnisvara arendati Baltikale halval ajal – aastatel 2008–2009 kui Baltikal hakkas kehvemini minema ning kogu tähelepanu oleks pidanud keskenduma põhitegevusele. Kinnisvara arendamisega kaasnes Baltikal suur laenukoormus, mistõttu ilmselt laenu juurde ei saadud ning Baltika sattus ebasoodsasse olukorda. Kui kinnisvara arendust poleks nii suurelt ette võetud (lisaks peakontori ja Moetänava kaupluse ehitusele arendati kinnistut rentimise eesmärgil), oleks tõenäoliselt õnnestunud müüki vältida ning pangalaenu tagastamisel oleks saadud vara omanikuks.

Lisaks paistis bilansi analüüsist silma, et aastatel 2005–2018 vajas Baltika korduvalt välist finantseeringut. Kui aastatel 2006–2007 laieneti ning 2008–2009 arendati kinnisvara, siis järgnevatel aastatel ettevõtte oluliselt enam ei kasvanud. Hilisemast kasumiaruande ja rahakäibe aruande analüüsist selgus, et lisaraha vajadus tulenes suutmatusest ennast äritegevusega ära majandada (raha kasutati võlgade maksmiseks, mitte kasumi teenimiseks). Äritegevuse finantseerimiseks emiteeriti aastatel 2009–2011 aktsiaid ning 2010. ja 2012. aastal müüdi ära kinnistud. Tõenäoliselt eelistati aktsiate emiteerimist võlakirjadele, kuna puudus võimalus raha tagasi maksta. Tol ajal ei olnud probleemi, et aktsiaid ära ei märgita, kuna Baltika vastu tundsid huvi mitu investorit – Miroglio, East Capital Balti Fond ja KJK Fund (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2009–2011). Baltikas nähti potentsiaali ning ilmselt arvati, et raskusi põhjustas majanduskriis (mitte väär juhtimisstrateegia).

Alates 2012. aastast emiteeriti konverteeritavaid võlakirju, mida sai lunastustähtaja saabudes kupongiväärtuse asemel vahetada teatud hinna eest aktsiate vastu. Seega sobis see laiemale investorite grupile. Enim tundus see sobivat Baltika edasisele peamisele investorile KJK Fund-ile, kellega peeti läbirääkimisi, et leida sobiv finantsinstrument (Soome fond liigub ... 2017). KJK Fund märkis tavapäraselt enamuse võlakirjadest, seega tuli arvestada tema nõudmistega, kuna ilma

välise finantseeringuta oleks pankrotti mindud. Võib oletada, et teiste investorite ebapiisava huvi tõttu oli KJK Fund sunnitud ise võlakirja emissioonides osalema, kuna ettevõttesse oli juba palju investeeritud (31.12.11 seisuga oli KJK Fundi osalus Baltikas 21,2%, vt Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2011). Teine võimalus, miks KJK Fund oma osalust järjekindlalt suurendas, oli see, et Baltikas nähti potentsiaali, mida teised investorid ei näinud. KJK Fundi esindaja ja Baltika nõukogu liige Lauri Kustaa Äimä ei ole avaldanud, mis põhjustel Soome päritolu fond nii pikalt Baltikat toetab (Meeleheitel Baltika ... 2019). 2018. aastal halvenes Baltika finantsolukord, mistõttu emiteeriti 2019. aastal aktsiaid ning Baltika enamusosanikuks sai KJK Fund. Nõukogu liikmete töökogemust analüüsid selgus, et Äimä ja Salmelin tegelevad investeerimisega ning konkreetse ettevõtte juhtimiskogemus neil puudub. Võib oletada, et seetõttu oli neil raske mõista, miks ettevõttel kehvasti läheb ning usaldati Baltika tegevjuhti.

## **2.2. Kasumiaruande struktuuri- ja dünaamikaanalüüs**

Tootmis- ja jaekaubandusettevõttele iseloomulikult moodustavad olulise osa kuludest müüdüd kaupade omamaksumus ja turustuskulu (vt tabel 3). Müüdüd kaupade omamaksumuse suhe müügitulusse on *ca* 50%, seega jääb Baltikal pärast müüdüd toodete omamaksumuse maha arvestamist brutokasumina alles *ca* 50% müügitulust. See tähendab, et müügitulu ühe euro kohta jääb brutokasumina alles umbes 50 senti. Põhiosa müüdüd kaupade omamaksumusest moodustab kauba- ja materjali kulu ning seejärel tööjõukulu (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018).

Teine oluline kulu, mille suhe müügitulusse on samuti *ca* 50%, on turustuskulu. Põhiosa turustuskulust moodustavad tööjõukulu ja rendikulu (*Ibid*). Tähelepanuväärne on, et müüdüd kaupade omamaksumus on samas suurusjärgus turustuskuluga ehk toodangu valmistamiseks kulub sama palju raha, kui selle müümiseks. Arvestades müügitulust maha müüdüd kauba omamaksumuse ja turustuskulu, jääb ülejäänud kulude katmiseks (kui üldse) väga väike osa müügitulust. Magistritöös analüüsitava 14 aasta jooksul saadi pooltel aastatel ärikahjumit (vt tabel 3), seega peaksid kulud olema paremini eelarvestatud.

Tabel 3. Kasumiaruande struktuurianalüüs aastatel 2005–2018, protsentides

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Müüdnud kaupade oma-maksumus	-48	-45	-45	-47	-52	-48	-47	-45	-47	-48	-53	-50	-50	-52
Brutokasum	52	55	55	53	48	52	53	55	53	51	47	50	50	48
Turustuskuulu	-31	-39	-45	-49	-57	-54	-51	-46	-47	-44	-43	-43	-43	-48
Üldhalduskuulu	-13	-5	-5	-4	-5	-6	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Nõuete allahindluse kuulu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-5
Muud äritulud	3	1	2	2	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0
Muud ärikuulud	0	-1	-1	-2	-4	-2	-5	0	-1	0	0	0	0	0
Ärikasum (-kahjum)	11	11	6	0	-18	-9	-8	3	1	1	-1	1	1	-10
Tulumaksueelne kasum (kahjum)	10	10	5	-2	-20	-11	-11	2	0	0	-2	0	0	-12
Puhaskasum (-kahjum)	10	10	4	-2	-18	-12	-11	1	0	0	-2	0	0	-11
Puhaskasum (-kahjum) sh lõpetatud tegevusvaldkondade kahjum	10	10	4	-2	-18	-12	-11	1	0	-2	-13	0	0	-11

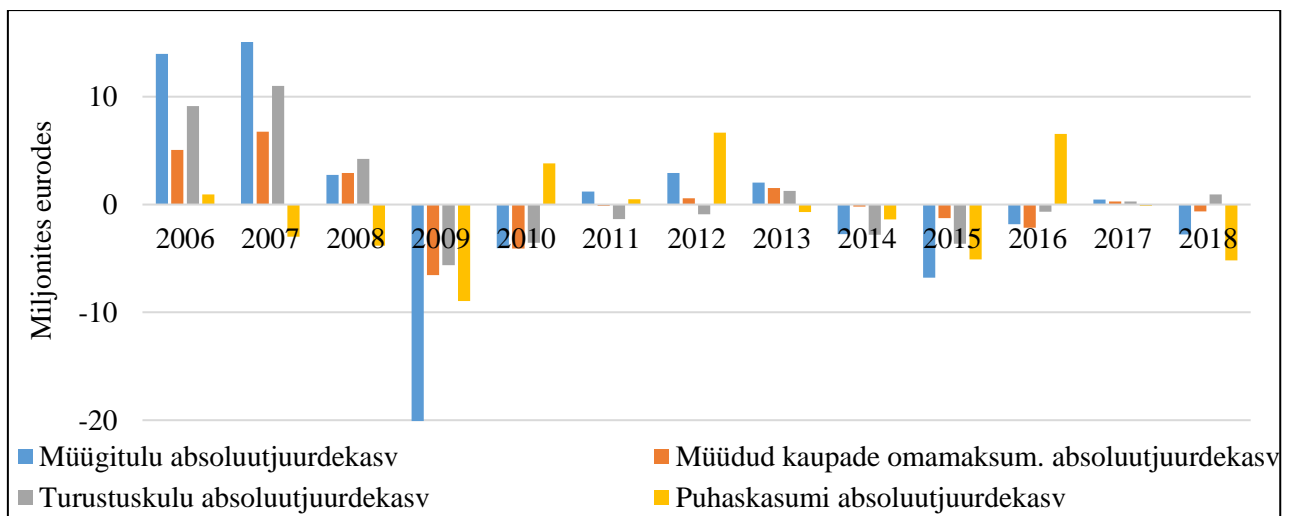
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 8

Märkused:

1. Seoses Ukraina jaemüügi ärist väljumisega on 2014. aastal Ukraina jaeäri tulem kajastatud lõpetatud tegevusvaldkonnana ning seoses Venemaa jaemüügi ärist väljumisega 2016. aastal on Venemaa jaeäri tulem alates 2015. aasta 4. kvartalist kajastatud lõpetatud tegevusvaldkonnana. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014–2015)

Joonise 10 kohaselt suurenes 2006. ja 2007. aastal müügitulu vastavalt 32% ja 28% (vt lisa 9). 2006. aasta müügitulu suurenemist toetas hea makromajanduslik keskkond ja kiirelt kasvav jaemüük. Oluline osa müügitulu kasvust tuli müügi suurenemisest olemasolevates poodides. Eriti tugev müügiefektiivsuse (müügitulu eurodes/m<sup>2</sup>) tõus oli Eestis ja Lätis. Leedus aitasid müügikasvule kaasa eelmisel aastal lisandunud kaheksa uut poodi. Samal aastal toimus laienemine Ukrainas ja Venemaal, kus avati kokku 25 poodi. Baltika müügi pind kokku kasvas 54%. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2006) Kaupluste külastamise harjumuse

juurdumine võtab aega, seega nende käivitumine Venemaal ja Ukrainas võttis rohkem aega kui Baltikumis. Seal piirkonnas on müügitulu näha alles järgmisel aastal. 2006. aastal vähenesid halduskulud võrreldes eelmise aastaga 8 protsendipunkti (13% pealt 5% peale) seoses emaettevõtte kulude klassifitseerimise muutmisega. Varem kajastati emaettevõtte kulud konsolideeritud aruannetes kasumiaruande kirjel „Üldhalduskulud“, kuid edaspidi kajastati emaettevõtte jaemüügiga seotud kulud, sealhulgas jaemüügiga seotud töötajate kulud, kasumiaruande real „Turustuskulud“. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2006) Kulude täpsem klassifitseerimine annab parema ülevaate ettevõtte kuludest, võimaldades teostada põhjalikumaid kulude analüüsi.



Joonis 10. Baltika müügitulu, müüdid kaupade omamaksumus, turustuskulu ja puhaskasumi absoluutjuurdekasvud aastatel 2006–2018

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 9

Märkused:

1. 2014. ja 2015. aasta müügitulu, müüdid kaupade omamaksumus ja turustuskulu ei sisalda Ukraina ja Venemaa jaemüügi tuluseid/kulusid. Ukraina jaemüügi ärist väljuti 2014. aastal ja Venemaa jaemüügi ärist 2016. aastal, mistõttu on Ukraina alates 2014. aastast ja Venemaa alates 2015. aasta 4. kvartalist kajastatud lõpetatud tegevusvaldkonnana. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014–2015)

2007. aasta müügitulu kasvust küllaltki suure osa moodustas Venemaa ja Ukraina jaemüük. Seoses müügi pinna kasvuga suurenes jaemüük ka Leedus ja Lätis (Leedus avati 8 poodi ja Lätis 3). Baltika kogu müügi pind kasvas 24%. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2007) Koos müügitulu kasvuga kasvasid müüdid kaupade omamaksumus (tootmismahud suurenesid) ja turustuskulu (laienemisega kaasnes uute pindade rendi- ja tööjõukulu). Seejuures turustuskulu suhe müügitulusse kasvas kahe aastaga 14 protsendipunkti võrra (31% pealt 2005. aastal 39%

peale 2006. aastal ja 45% peale 2007. aastal, vt tabel 3). Osaliselt oli see tingitud eelmises lõigus kirjeldatud emattevõtte kulude klassifitseerimise muudatusest, kuid osaliselt ka suurenenud turustuskulust. Kuna müügitulu ei kasvanud piisavalt kiiresti, võrreldes turustuskulu kasvuga, avaldas see negatiivset mõju ärikasumile. 2008. aastal suurenes Baltika müügihind 11%, mistõttu suurenes ka müügitulu. Sarnaselt eelmisele aastale kasvasid kulud (eriti turustuskulu) kiiremini kui müügitulu ning tulemuseks oli puhaskahjum 1,37 mln eurot. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2008) Kui brutokasum jäi võrreldes eelmisega aastaga sarnasele tasemele, siis ärikasum vähenes 109% (absoluutjuurdekasv -4,5 mln eurot, vt lisa 9). Seega müügiefektiivsus ei ole parenenud ning suurte turustuskulude tõttu ei teenita (puhas)kasumit.

2009. aasta keeruline makromajanduslik keskkond vähendas oluliselt klientide ostujõudu ning Baltika müügitulu vähenes 26% (vt joonis 10 ja lisa 9). Samuti vähenesid müüdüd kaupade omamaksumus, turustuskulu ja üldhalduskulu, kuid müügituluga võrreldes vähem. Tulemuseks oli analüüsitava perioodi suurim puhaskahjum – 10,2 mln eurot (vt lisa 4). Brutokasum vähenes eelmise aastaga võrreldes 33% ning brutorentaablus langes 53% pealt 48% peale (vt tabel 10, vt lisa 9), kuna tehti tavapärasest rohkem allahindlusi, et realiseerida lattu kogunenud varusid. Aruandeaasta kulude kokkuhoiust tuli põhiosa tööjõukulude pealt. Aasta jooksul koondati *ca* 300 töötajat (*ca* 15% töötajatest) eelkõige tootmisest ja seejärel jaekaubandusest ning peakontorist (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2009). Märkimisväärne oli aga ärikahjumi juurdekasvutempo, mis oli -2642% (absoluutjuurdekasv -9,6 mln eurot, vt lisa 9)! Põhjus oli selles, et jaekaubanduses koondati tööjõudu vähe ning jaesüsteemi suurus jäi praktiliselt muutumatuks (kaubeldi vaid rendihindu alla). Siduvate lepingute tõttu avati esimesel poolaastal kauplusi Leedus ja Eestis (Eestis suurenes müügihind 30%!). Teisel poolaastal suleti kahjumlikke poode Vene, Ukraina ja Poola turul. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2009)

2010. aastal jätkus majanduskriis ning müügitulu vähenes veelgi. Rõhku pandi kulude kokkuhoiule, tänu millele võrreldes eelmise aastaga kahjum vähenes (vt joonis 10). Vähendati tööjõudu, eelkõige tootmises ja jaekaubanduses, kaubeldi alla rendipindade hindu ning vähendati kaupluste arvu Leedus, Venemaal ja Ukrainas (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2010). Järgmisel aastal vähenes müügihind Leedus ja Venemaal ning väljuti Poola turult. 2011. aasta lõpu seisuga oli müügihind võrreldes 2008. aastaga (mil Baltikal oli läbi aegade suurim müügihind) vähenenud vaid *ca* 15%. Aruandeaastal vähenesid muud ärikulud 184% (absoluutjuurdekasv -1,89 mln eurot, vt lisa 9), mis tulenes hinnangute muutusest valmistoodangu ja ostukauba omahinna



määramisel, ehk selles summas esines mõju omahinnale, kui samu hinnanguid oleks kasutatud ka eelmisel aastal. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2011)

Alates Baltika ulatuslikust laienemisest hakkas turustuskulude suhe müügitulusse kasvama ning majanduskriisiga kaasnenud müügitulu vähenemine süvendas seda. Selle tulemusel oli turustuskulude suhe müügitulusse 2009. aastal 57% varasema 39% asemel 2006. aastal (vt tabel 3). See mõjutas omakorda ärirentaablust, mis alates 2007. aastast on märkimisväärselt langenud, muutudes 2008. aastal majanduskriisi saabudes negatiivseks ning vähenedes ka järgmisel aastal. Aastatel 2010–2011 ärirentaablus parenes, kuid oli jätkuvalt negatiivne. (vt tabel 10) Järelikult selline müügipinna suurus ei olnud õigustatud. Kuigi majanduskriisi ajal kärbiti kulusid, ei vastanud ettevõtte kulubaas vähenenud müügitulule ning turustuskulude (rendi- ja tööjõukulude) vähendamiseks oleks tulnud sulgeda rohkem ebaefektiivseid kauplusi. Samuti oleks kaupluste arvu vähendamiseks võinud kaaluda multibrändi (kauplus, kus müüakse Baltika eri brändide tooteid koos) kaupluste osatähtsuse suurendamist jaekaubanduses või brändide arvu vähendamist. Siiani on enamasti iga brändi jaoks renditud eraldi pinda<sup>6</sup>.

Kui 2012. aastal müügitulu kasvas ja teeniti üle mitme aasta esimest korda puhaskasumit, siis 2013. aastal hakkas Baltika uuesti laienema ning ärirentaablus langes jälle (vt tabel 10). Kõige suurema kasvu müügipinnas tegid Eesti (13%) ja Läti (10%). Lisaks laiendati oma brändiportfelli ja omandati frantsiisivõtjana Blue Inc London<sup>TM</sup> esindusõigused Baltikumis. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2013) 2014. ja 2015. aastal väljuti Ukraina ja Venemaa jaemüügiärist ning mindi üle frantsiisimudelile. Mõlemal aastal saadi suurt puhaskahjumit. Samal ajal siseneti frantsiisimudeliga Hispaania turule, kus kahe aasta jooksul avati kokku kuus poodi. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014–2015) Aastatel 2012–2016 oli Baltika juhatuse liikmeks ka tootmis- ja jaekaubandusettevõtete juhtimiskogemust omav Kati Kusmin (vt lisa 2). Töö autor ei mõistnud, miks sellise kogemustepagasiga isik ei juhtinud tähelepanu Baltika suurtele turustuskuludele ja keerulisele ärimudelile (vt lisa 16) või olid tema ennetähtaegse tagasikutsumise põhjuseks lahkarvamused tegevjuhi ja/või nõukoguga? Positiivne oli, et tema juhatuses oldud ajal väljuti Venemaa ja Ukraina jaeturult ning mindi üle frantsiisimudelile.

2016. aastal suleti kolm hiljuti avatud madala efektiivsusega frantsiisipoodi Hispaanias ja lõpetati vähese müügiefektiivsuse tõttu Blue Inc London<sup>TM</sup> frantsiisi esindamine Eestis (esindusõigus

---

<sup>6</sup> Baltika finantsjuht ei osanud kommenteerida, mis mõtted on juhatusel olnud seoses multibrändi poodidega, kuna tema nende otsuste langetamisel ei osalenud, kuid tema sõnul on seda kindlasti arutatud (vt lisa 16).

omandati kõigest kolm aastat tagasi) (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2016). Poodide avamise ja ebaefektiivsete poodide sulgemisega kaasnevad kulud. Enne uuele turule sisenemist tuleks teha põhjalik eeltöö, et vältida ebaõnnestumist. Võib oletada, et laienemine Hispaaniasse ebaõnnestus, kuna bränd ei saavutanud kohalike seas tuntust, mistõttu ei täidetud soovitud müügimahte. Samuti osutus Blue Inc London<sup>TM</sup> esindusõiguse omandamine Eestis valeks otsuseks. Ilmselt oli Baltika müügimahtude puhul raske omada nii suurt brändiportfelli, kus moetoodete pakkumine oli niigi suur ning eristuvus väike. 2017. aastal avati frantsiisipood Serbias ning *pop-up* pood Soomes (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2017).

2018. aastal halvenes Baltika olukord võrreldes eelmiste aastatega veelgi. Puhaskahjumiks kujunes 5,1 mln eurot (sh 2 mln eurot Ida-Euroopa partnerite nõuete allahindlus ja 1,6 mln eurot 2019–2022 tegevusplaaniga seotud ühekordsed kulud, sh materjalide ja tootmise põhivara allahindlus). Halvenenud tulemuste peamine põhjus oli äriklientide ja jaemüügi langus. Äriklientide müük vähenes 31% (1,9 mln euro võrra) seoses Montoni kollektsiooni müügi lõpetamisega Saksamaa Peek&Cloppenburgi keti kaubanduskeskustes. Teiseks põhjuseks oli frantsiisimüügi vähenemine Venemaal, Valgevenes ja Ukrainas, mistõttu otsustati seal piirkonnas frantsiisilepingud ennetähtaegselt lõpetada. Jaemüük vähenes 3% (1 mln euro võrra) kõigis Balti riikides. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018)

Töö autor juhib tähelepanu sellele, et Baltika eduperioodil (2000. aastate alguses) oli Baltika eelis see, et rahvusvahelist konkurentsi oli Eestis (ja teistes Balti riikides) vähe ning tooted olid siinse piirkonna jaoks piisavalt head. Turu avanedes hakkas Baltika konkureerima rahvusvaheliselt tuntud brändidega (Zara, H&M, Reserved) ning isegi koduturul Eestis on konkurentidele alla jäänud. 2014. aastal oli Baltika Eesti jaeturu müügitulu konkurentidega samas suurusjärgus. H&M Eesti müügitulu oli 20 mln eurot, Apranga Eestil 20 mln eurot, Baltika Eestil 18,5 mln eurot ja LPP Eestil 16 mln eurot. 2018. aastaks oli kõigil peale Baltika müügitulu kasvanud. H&M Eesti müügitulu oli 37,6 mln eurot, Apranga Eestil 33,5 mln eurot, LPP Eestil 29,6 mln eurot ja Baltika Eestil 18,2 mln eurot. (Baltika lahjendab ... 2019) Põhjuseks võib muuhulgas olla see, et Baltika kollektsioonides on võrreldes konkurentidega rohkem keskendunud ametiriietele ning ametiriiete üldise trendi vähenemisega seoses on vähenenud ülikondade ja pintsakute müük. Samuti on Baltika finantsjuhi sõnul konkurentidega konkureerida raske, kuna Baltika müügimahud on

oluliselt väiksemad<sup>7</sup>. (vt lisa 16) Kuna konkurents suureneb ajas veelgi, on eriti oluline klientide nõudluse suurendamiseks analüüsida hinnastamist, kollektsioonide disaini, istuvust ja kvaliteeti.

Tähelepanuväärne on ka asjaolu, et Baltika 2018. aasta müügitulu oli sarnases suurusjärgus, kui enne ulatuslikku laienemist 2005. aastal (vt lisa 4), kuid müügi pind on kasvanud pea kahekordseks (12 736 m<sup>2</sup> vs 22 082 m<sup>2</sup>) (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2005, 2018). Tabelist 4 selgub, et majandustõusu ajal Baltikumis müügiefektiivsus (müügitulu eurodes/m<sup>2</sup>) tõusis hoolimata müügi pinna suurenemisest (vt lisa 10).

Tabel 4. Jaemüügi kaupluste müügiefektiivsus (müügitulu/m<sup>2</sup>) kuus aastatel 2005–2018, eurodes

Aasta	Eesti	Läti	Leedu	Venemaa	Ukraina	Poola	Tšehhi	Soome
2005	272	277	193	224	290	123	-	-
2006	322	329	262	145	232	134	-	-
2007	343	280	277	170	201	151	34	-
2008	309	225	229	175	215	147	99	-
2009	208	166	154	148	140	119	-	-
2010	190	166	129	165	153	113	-	-
2011	214	188	145	175	162	-	-	-
2012	225	218	164	186	169	-	-	-
2013	228	226	166	187	168	-	-	-
2014	222	243	182	167	-	-	-	-
2015	226	235	177	-	-	-	-	-
2016	205	217	161	-	-	-	-	-
2017	200	216	155	-	-	-	-	105
2018	187	211	151	-	-	-	-	70

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 10

Hea makromajanduslik keskkond toetas tarbimist, seega võib oletada, et laienemisstrateegia majandusbuumi ajal oli õigustatud. Kriisi saabudes 2008. aastal klientide nõudlus vähenes ning müügiefektiivsuse langus vähendas müügitulu. Huvitav on, et kui kriisi ajal vähendati Lätis müügi pinda 2009. aastal ning Leedus alles 2010. aastal, siis Eestis müügi pind hoopiski jätkas kasvamist. Aastatel 2011–2014 tarbimine suurenes ning müügiefektiivsus Baltikumis parenes, kuid järgmisest aastast alates hakkas see uuesti langema. Lätis ja Leedus vähenes müügitulu seoses müügiefektiivsuse langusega olemasolevates poodides (müügi pind oluliselt ei muutunud), kuid Eestis avaldas müügiefektiivsusele negatiivset mõju müügi pinna kasv. (vt lisa 10) 2018. aastal oli müügiefektiivsus kõigis Balti riikides oluliselt madalam kui 2005. aastal. Eesti jaemüügi pind on 2018. aastaks kasvanud 8000 m<sup>2</sup>-ni (võrreldes 2005. aastaga oli kasv enam kui 2,5 kordne). Samal

<sup>7</sup> Majandusaasta aruannetes on Baltika enda ebaedu peamiselt põhjendanud halva ilmaga (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne... 2018).

ajal kasvas müügitulu peaaegu kahekordseks. (vt lisa 10) Samuti juhib autor tähelepanu Leedu müügiefektiivsusele, mis on Baltikumi riikidest madalaim (aastatel 2010–2013 isegi madalam kui Venemaal ja Ukrainas). 2006. aastal, mil Leedus oli uuritava perioodi üks kõrgemaid müügiefektiivsusi (vt tabel 4), oli sealne müügipind palju väiksem kui 2018. aastal (3632 m<sup>2</sup> vs 5526 m<sup>2</sup>), samas kui 2006. aasta müügitulu oli mõnevõrra suurem (vt lisa 10). Järelikult on müügipinna suurus tasakaalust väljas<sup>8</sup> ning kriisi ajal oleks tulnud oluliselt rohkem sulgeda ebaefektiivseid poode.

Samuti ilmneb tabelist 4, et ebaõnnestunud on jaemüük Poola ja Tšehhi turul. Poola turul oldi *ca* 10 aastat (vt tabel 1) ning Tšehhi turul kõigest 2 aastat. Mõlemal turul oli müügiefektiivsus oluliselt madalam kui Baltikumis. Lisaks nähtus, et Venemaa ja Ukraina müügiefektiivsus on enamasti (mõningate eranditega) Baltikumile alla jäänud. Nendes piirkondades on olnud majanduslikult ja poliitiliselt keerulised ajad, mistõttu esialgu mindi riskide vähendamiseks nendes riikides jaemüügilt üle frantsiisilepingule (2014. ja 2016 aastal), kuid 2019. aastal otsustati lõpetada ka frantsiisimüük (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018, vt lisa 16). Kuna riskid realiseerusid, oli ulatuslik laienemine 2006. aastal nendesse riikidesse strateegiliselt väär.

Aastast aastasse Baltika olukord halvenes, mis viitab sellele, et ettevõttes oli läbiv puudus, mida ei kõrvaldatud (tegemist ei olnud ühekordse väärotsusega). Baltika puuduseks oli ettevõtte kulustruktuur ja senine ärimudel (vt lisa 16). Selgus et turustuskulu suhe müügitulusse on võrreldes 2005. aastaga oluliselt suurenenud (31% 2005. aastal vs 48% 2018. aastal, vt tabel 3). Müügiefektiivsuse analüüsi kohaselt tuleks turustuskulude kokkuhoidmiseks vähendada kaupluste arvu. Kaupluste suur arv on tingitud sellest, et siiani on Baltikal olnud küllaltki suur brändiportfell ning enamasti on iga brändi jaoks renditud eraldi pinda.

2019. aastast on Baltika uueks tegevjuhiks Mae Leyrer, kes hakkas uue tegevusplaani kohaselt vähendama brändide ja kaupluste arvu (Baltikaga liitub ... 2019). Autor juhib tähelepanu sellele, et kuni 2019. aasta novembrini oli Baltika jaekaubanduse direktoriks Maire Milder, kes on lõpetanud bio-geograafia eriala ning enne Baltikasse tulekut töötas pedagoogi ja metoodikuna (vt lisa 2). Suurettevõtte jaekaubandusjuhi ametikoht on vastutusrikas, mistõttu tuleks kasuks erialane

---

<sup>8</sup> Võrdluseks Apranga Grupp, kus oli 227 mln eurose müügitulu juures 2018. aasta lõpu seisuga 182 poodi (müügipinnaga 94 000 m<sup>2</sup>), 2174 töötajat ja 200 brändi. Baltikal oli 45 mln eurose müügitulu juures 117 poodi (müügipinnaga 22 082 m<sup>2</sup>), 975 töötajat ja 5 brändi. (Apranga Grupp majandusaasta aruanne ... 2018; Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018) Baltika müügitulu oli *ca* 5 korda väiksem, müügipind *ca* 4 korda väiksem (poodide arv kõigest 1,5 korda väiksem) ja töötajaid oli kõigest veidi enam kui poole vähem. Kaupluste arvu vähendades väheneks ka töötajate arv.

haridus ja töökogemused. Leyreri sõnul kadus Maire Milderi ametikoht seoses töömahu vähenemisega, mille põhjuseks oli brändide ning poodide arvu vähenemine. Maire Milder kommenteeris meedias, et uue „Strateegia 2022“ kohaselt on Baltika eesmärgiks stabiilsus, mis ei ole tema jaoks väljakutse. (Maire Milder lahkub ... 2019). Võib oletada, et senise jaekaubandusdirektori ja uue tegevjuhi strateegiad erinesid.

Magistritöö eesmärk ei olnud juhtimisarvestust analüüsida, kuid tuginedes eelnevale informatsioonile, arvab autor, et Baltika müügimahtude juures oleks tulnud juba varem brändide arvu vähendada, mis oli peamiseks põhjuseks, miks Baltikal oli nii palju kauplusi. Baltikal oli keeruline omada nii suurt brändiportfelli, kus toodete eristuvus oli väike. Lisaks kaupluste opereerimiskuludele kaasnesid suure brändiportfelliga märkimisväärsed kulud seoses sellega, et igal brändil oli(d) oma kollektiooni juht, disainer(id), sisseostja(d), konstruktor(id) ja tehnoloog(id), kuigi lähtuvalt arendusmahtudest oli ka inimesi, kes töötasid mitme brändi jaoks (vt lisa 16). Baltika finantsolukord oli pikka aega kehv, mistõttu jäi autorile arusaamatuks, miks ettevõttes varem ei tehtud põhjalikku finantsanalüüsi ning alles 2019. aastal vastavad otsused langetati.

Teine juhtimisarvestuslik küsimus, mis põhjalikumalt analüüsimist vajaks, on Baltika siamaani kasutusel olnud vertikaalselt integreeritud ärimudel, millega kaasnesid suured püsikulud, mida oli keeruline müügitulu langedes piisavalt kiiresti alandada (vt lisa 16). Kuigi 2019. aastal lõpetati kulude kokkuhoiu eesmärgil tootmine Eestis, tuleks analüüsida, kas on veel tegevusi, mida oleks mõistlikum sisse osta. Kasuks tuleks konkurentide ärimudelitega tutvumine, vaadates nende kogemusi ning uurides kas oleks midagi üle võtta. Lisaks võiks kaaluda peakontori kolimist kesklinnast sinna, kus rendihinnad on soodsamad<sup>9</sup>.

### **2.3. Kassapõhine analüüs**

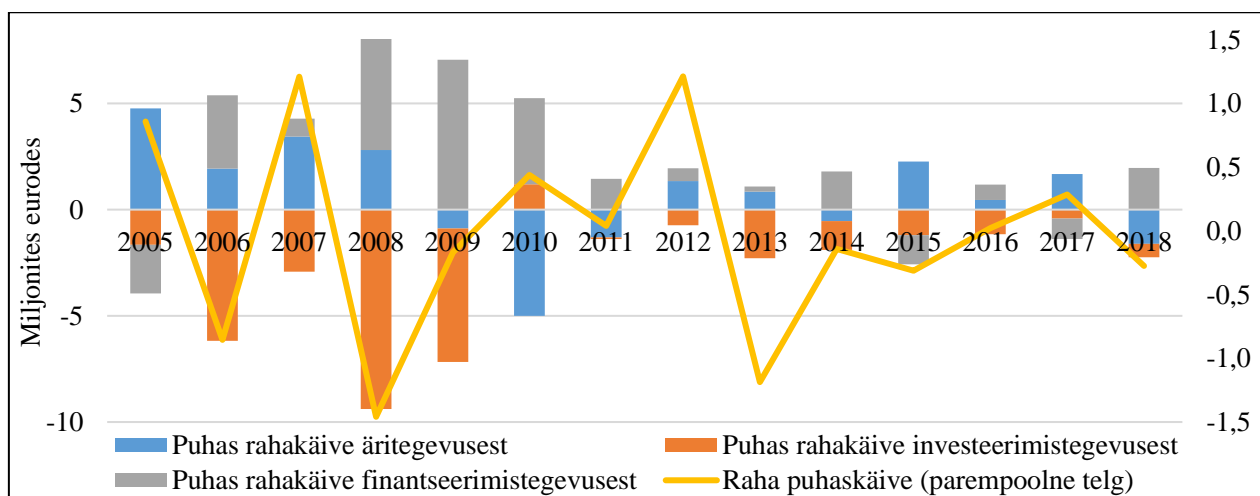
Rahakäibe aruande vajalikkusest saadi aru pärast USA-d tabanud kriisi 1975. aastal kui pankrotistus suur jaekaubandusfirma W. T. Grant Co (Epstein, Moses 1992; Mills, Yamamura 1998). Ettevõtte oli viimase kümne aasta jooksul kasumlik ning lühiajaliste kohustiste kattekordaja oli positiivne. Grant'i põhitegevuse rahakäive oli viimased viis aastat negatiivne, mistõttu oli ettevõttel raskusi võlgade tagasimaksmisega. (Largay, Stickney 1980) Seega tekkepõhiselt teeniti

---

<sup>9</sup> Baltika finantsjuhi sõnul ei ole ettevõttel plaanis kolida peakontorit kesklinnast välja, küll aga optimeeritakse kontoripinda seoses töötajate arvu vähenemisega (vt lisa 16).

kasumit, aga kassapõhiselt oldi kahjumis. Finantsseisundist hea ülevaate saamiseks tuleks lisaks bilansile ja kasumiaruandele analüüsida rahakäibe aruannet (Alver, Reinberg 1997), seega peab Alver (1998) elementaarseks, et professionaalsed raamatupidajad oskaks rahakäibe aruannet koostada ning mis veelgi olulisem, spetsialistid peaksid oskama seda tõlgendada ja rakendada.

Professor Jaan Alver (2005) soovib kassapõhise analüüsi teostamiseks teha struktuurianalüüs, mis hõlmab nii põhi-, investeerimis- kui ka finantseerimistegevuse rahakäibe analüüsimist ning esmatähtis on analüüsida põhitegevust puudutavaid tehinguid, kuna nendele tugineb ettevõtte igapäevategevus. Baltika rahakäibe aruande struktuurianalüüsist nähtub (vt joonis 11), et äritegevus tõi enim raha sisse enne majanduskriisi kuni 2008. aastani (k.a). Samal ajal leidsid aset suuremad investeeringud (rajati uus logistikakeskus, investeeriti jaekaubandusse ja kinnisvara-investeeringusse), mistõttu raha puhaskäive investeerimistegevusest oli aastatel 2006–2009 negatiivne. Investeeringute finantseerimiseks kasutati lisaks oma rahale võõrast raha (võeti laenu, emiteeriti võlakirju). Raha puudujääk oli eriti suur aastatel 2006 ja 2008, ulatudes vastavalt -0,9 mln ja -1,5 mln euron (vt lisa 5), järelkult kasutati investeeringuteks ka varem kogutud reserve.



Joonis 11. Baltika puhaskäive äri-, investeerimis- ja finantseerimistegevusest ning raha puhaskäive aastatel 2005–2018  
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 5

Aastatel 2009–2011 teeniti kahjumit ja raha puhaskäive äritegevusest oli negatiivne (2010. aastal koguni 5 mln eurot, vt joonis 11). Pikaajaliselt pole ettevõttel võimalik toimida põhitegevuse negatiivse rahakäibega. Teatud perioodi suudab ettevõtte katta varem kogunenud reservidest investeeringuid ja maksta tagasi laene, kuid mingil hetkel saavad reservid otsa. Äritegevuse jätkamiseks emiteeriti kõigil neil aastatel aktsiaid ning 2010. aastal müüdi tootmiskinnistud

Rakveres ja Ahtmes (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2009–2011). 2012. aastal raha puhaskäive äritegevusest suures, võeti pangalt laenu, emiteeriti võlakirju ja jätkati tagasihoidlikult investeerimist jaesüsteemi (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012). Järgmisel aastal investeeriti jaesüsteemi oluliselt rohkem – 1,9 mln eurot, mis oli suurim aastane jaeinvesteeringute summa alates 2009. aastast. Baltika panustas enam kui 30 poodi, sealhulgas avati aasta jooksul 17 uut poodi<sup>10</sup>. Investeeringute finantseerimiseks kasutati nii oma raha (2012. ja 2013. aastal oli raha puhaskäive äritegevusest üle mitme aasta positiivne) kui ka pangalaenu. 2013. aasta raha puhaskäive oli -1,2 mln eurot. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012–2013)

Järgnevatel aastatel oli raha puhaskäive enamasti negatiivne ja raha puhaskäive äritegevusest vaheldumisi nii positiivne kui ka negatiivne. Võrreldes uuritava perioodi viimaseid aastaid algusaastatega, on äritegevus vähem sisse toonud (kui üldse), investeerimistegevusse on vähem raha panustatud ja muutunud on finantseeringute otstarve – varem kasutati finantseeringuid investeeringuteks, nüüd aga võlgade maksmiseks, mis pikaajaliselt ei ole jätkusuutlik. Äritegevuse finantseerimiseks emiteeriti võlakirju 2014. ja 2017. aastal ja võeti pangast laenu aastatel 2016–2018 (vt lisa 5).

Lisaks peab autor vajalikuks hinnata ärikasumi kvaliteeti. Ärikasumi kvaliteet kajastab konservatiivsust kasumi hindamisel, rõhutades tekkepõhise ja kassapõhise arvestuse erinevust (Bellovary *et al.* 2005; Dichev *et al.* 2013; Schipper, Vincent 2003;) ning on leitav järgneva valemiga (Alver, Alver 2011a, 515):

$$\text{Kasumikvaliteedi kordaja} = \frac{\text{Kassapõhine ärikasum}}{\text{Tekkepõhine ärikasum}} \quad (1)$$

Kui kasumikvaliteedi kordaja arväärtus on tunduvalt suurem või väiksem kui 1, tuleks teha süvaanalüüs põhjuste väljaselgitamiseks (*Ibid*, 515). Ärikasumi kvaliteet oleneb sellest, kui suures osas on ärikasum kaetud äritegevuse rahakäibega (Dechow, Schrand 2004, 123). Ärikasumi kvaliteedi analüüs on tehtud aastate 2005–2018 põhjal (vt tabel 5). Magistritöö autor võttis aluseks tekkepõhise ärikasumi (-kahjumi), mida korrigeeris Baltika rahakäibe aruannete äritegevuse osas toodud kirjetega, mille tulemusel leidis kassapõhise ärikasumi (-kahjumi). Autor jättis tekkepõhise

---

<sup>10</sup> W.T. Grant Co. lühinägeliku juhtimise näiteks oli laienemine enne pankrotistumist – aastatel 1969–1973 avati 369 uut poodi (kokku kuulus ketti ca 1200 kauplust). Pankrotimenetlust alustati 1974. aastal ja pankrot kuulutati välja 1975. aastal. (Alver, Alver 2011a, 342; Glasberg 1989) Baltika näitel samuti laieneti, kuigi ettevõtte oli majanduslikes raskustes.

ärikasumi (-kahjumi) korrigeerimata äritegevuse all kajastatud makstud intresside ja muude finantskulude, makstud tulumaksu ja saadud intressidega, sest vastasel korral oleks autor leidnud kassapõhise puhaskasumi (-kahjumi), mis pole tekkepõhise ärikasumiga võrreldav<sup>11</sup>.

Tabel 5. Baltika kasumikvaliteedi kordajad aastatel 2005–2018

Aasta	Tekkepõhine ärikasum (-kahjum) mln eurodes	Kassapõhine ärikasum (-kahjum) mln eurodes	Kasumikvaliteedi kordaja (korda)
2005	4,8	5,2	1,09
2006	6,2	2,8	0,45
2007	4,1	4,2	1,01
2008	-0,4	4,0	N/A
2009	-9,9	0,2	N/A
2010	-4,7	-3,6	N/A
2011	-4,5	0,1	N/A
2012	2,0	2,3	1,15
2013	0,7	1,2	1,80
2014	0,7	-0,1	N/A
2015	-0,3	2,6	N/A
2016	0,7	0,8	1,08
2017	0,6	1,9	3,14
2018	-4,7	-1,4	N/A

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisa 5

Märkused:

1. Lühendit N/A (ingl. k. *not allowed*) kasutatud juhul, kui kasumikvaliteedi kordaja sisu on ebaloogiline.

Tabelist 5 selgub, et 2006. aastal kasumi kvaliteet langes, kuna laienemise ja hulгимүүги kasvuga suurenesid varud ja nõuded ostjatele (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2006), mistõttu oli raha varude ja nõuete all kinni. Kuigi ka võlad tarnijatele suurenesid (positiivne mõju rahajäägile), siis kokkuvõttes rahajääk vähenes. Lisaks ilmnes, et aastatel 2005–2008 hinnati kinnisvarainvesteeringu väärtust üles, seega kassapõhiseks ärikasumiks teisendamisel on tekkepõhist kasumit vähendatud. (vt lisa 5) Kuigi rahalist mõju ei kaasnenud, oli juhatuse hinnangul vara väärtus tõusnud ning müügil on lootust rohkem raha saada.

Nagu eelnevalt mainitud, olid aastad 2008–2011 Baltikale keerulised ning tekkepõhiselt saadi kahjumit, samas kassapõhiselt saadi kahjumit vaid 2010. aastal. 2008. ja 2009. aastal hulгимүүк vähenes, mistõttu nõuded ostjatele vähenesid (positiivne mõju rahakäibeale). 2008. aastal suurenesid nii varud (negatiivne mõju rahajäägile), kui ka võlad tarnijatele (positiivne mõju

<sup>11</sup> Kuigi RTJ 2 lubab makstud intresse ja tulumaksu ning saadud intresse kajastada ka äritegevuse all, on magistritöö autori arvates korrektsem neid kajastada finantseerimis- ja investeerimistegevuse all, kuna neil puudub otsene seos ettevõtte põhitegevusega. Samal seisukohal on ka Nurnberg ja Largay (1998).



rahajäägile). (vt lisa 5) Eelnev bilansi analüüs näitas, et varude realiseerimisega oli probleeme ja varud kogunesid lattu. Kuna raha oli varude all kinni, suurenesid võlad tarnijatele. 2009. ja 2010. aastal oli olukord vastupidine – varud ja võlad tarnijatele vähenesid (vt lisa 5). Bilansi analüüsi kohaselt tehti varude realiseerimiseks suuri allahindlusi. Kuigi tooted müüdi ära odavamalt, oli positiivne, et varude müügist laekus raha, mis võimaldas tarnijatele tasuda. 2010. aastal oli kassapõhine ärikahjum analüüsitava perioodi suurim, mis näitab, et ettevõtte äritegevus ei toonud piisavalt sisse, et tasuda kohustiste eest, rääkimata tavapärasest investeerimistegevusest. 2011. aastal saadi kassapõhiselt kasumit (tekkepõhiselt oldi kahjumis), kuna valmistoodangu ja ostukauba omahinna hinnangu muutusega ning nõuete ja kinnisvarainvesteeringu allahindlusega raha väljaminekut ei kaasnenud (vt lisa 5). Eelneva tulemusel vara väärtus vähenes, mis on tuleviku seisukohalt negatiivne.

2012. aastal saadi üle pika aja nii tekkepõhiselt kui ka kassapõhiselt kasumit. Kasumikvaliteedi kordaja oli 1,15 (vt tabel 5), seega ärikasum oli äritegevuse laekumiga hästi kaetud. Siiski on märgata, et alates 2012. aastast hakkasid varud kasvama. Eriti kasvasid varud 2013. aastal, mis tähendab, et järjekordselt oli raha varude all kinni. Samal ajal suurenesid ka võlad tarnijatele (raha jäi ettevõttesse), seega kokkuvõttes ületas kassapõhine ärikasum tekkepõhist. (vt lisa 5) Majanduskriisi-järgselt on tekkepõhine kasum olnud üsna väike või on teenitud lausa kahjumit, samas kassapõhiselt on olukord olnud enamasti parem. Erandiks oli 2014. aasta, mil rahajäägile mõjusid negatiivselt nõuded ostjatele ja varude suurenemine ning võlad tarnijatele vähenemine. 2015. aastal saadi kassapõhiselt ärikasumit, kuid tekkepõhiselt oldi kahjumis. Enim mõjutas rahajääki positiivselt varude vähenemine (vt lisa 5) seoses idaturgude hulgipartnerite tellimuste vähenemisega, mistõttu realiseeriti tekkinud kauba ülevaru suurte allahindlustega Balti jaeturgudel (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2015). Varude vähenemine mõjus positiivselt rahajäägile ka 2017. aastal (vt lisa 5).

2018. aastal oldi kahjumis nii tekke- kui ka kassapõhiselt. Kassapõhine kahjum oli väiksem, kuna Ida-Euroopa frantsiisipartnerite nõuete allahindluse kuluga ja Bastioni kaubamärgi mahakandmise kuluga raha väljaminekut ei kaasnenud. (vt lisa 5) Kuigi nende toimingutega raha liikumist ei kaasnenud, on nõuete allahindamine negatiivne, kuna nõuded hinnati mittelaekuvaks, seega jääb tulevikus raha saamata. Kokkuvõttes ületas aastatel 2005–2018 kassapõhine tulem enamasti tekkepõhist, seega oli Baltika ärikasum (-kahjum) küllaltki hästi rahaga kaetud. Siiski on sarnaselt tekkepõhisele tulemile kassapõhine tulem vähenenud. Kassapõhine ärikasum peab lisaks katma

intressid, laenude tagasimaksud, tulumaksu ning võimalusel dividendid aktsionäridele, seega äritegevusega ei suudeta piisavalt teenida, et ilma täiendavate finantseeringuteta toime tulla.

## 2.4. Suhtarvuanalüüs

Suhtarvude alusel saab võrrelda ettevõtte eelnevate majandusaastate näitajaid, prognoosida tulevast eeldatavat finantsseisundit ning võrrelda ettevõtet konkurentidega (Alver, Reinberg 2002, 306–307). Magistritöö autor leiab oma töös aastate 2005–2018 likviidsussuhtarvud, kapitali struktuuri suhtarvud, toimimissuhtarvud ja rentaablussuhtarvud.

### 2.4.1. Maksevõime analüüs

Maksevõime analüüsi eesmärk on hinnata ettevõtte kohustiste tasumise võimekust, analüüsides lühi- ja pikaajalist maksevõimet iseloomustavaid suhtarve. Esmalt on likviidsuse suhtarvude abil hinnatud Baltika võimet katta tähtaegselt lühiajalisi kohustisi. "Rusikareeglina" peetakse heaks lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja arvvärtuseks vähemalt 1,5 (Pendlebury, Groves 2003, 148; Schmidlin 2014, 92, Vasiu *et al.* 2015, 188). Tabelist 6 on näha, et lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja on enamasti kas ületanud soovituslikku arvnäitajat või jäänud sellele veidi alla. Samas esineb aastaid (nt 2009, 2016 ja 2018), kus see oli oluliselt madalam.

Tabel 6. Baltika lühiajalise maksevõime näitajad aastatel 2005–2018, aasta lõpu seisuga

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja (korda)	2,13	1,47	1,60	1,27	0,88	1,62	1,31	1,79	1,51	1,65	1,28	1,06	1,82	0,87
Kiire maksevalmiduse kordaja (korda)	0,71	0,51	0,53	0,26	0,17	0,3	0,21	0,36	0,16	0,22	0,18	0,17	0,35	0,08
Puhaskäibekapital (mln eurot)	7,7	7,0	8,7	5,3	-2,1	5,6	3,1	6,8	5,5	6,3	2,7	0,7	6,0	-1,8

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 3, 11

2009. aastal lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja vähenes, kuna varud ning nõuded ostjatele ja muud nõuded vähenesid (varud viidi allahindluste abil vastavusse kriisiaegsete müügitasemetega), samal ajal kui lühiajalised kohustised oluliselt ei vähenenud (Konsolideerimisgrupi majandusaasta

aruanne ... 2009). Kuigi varud müüdi ära allahindlustega, on positiivne, et laekunud rahaga sai tasuda kohustiste eest. 2016. ja 2018. aastal vähenes suhtarv seoses J-võlakirjade (2016. aastal) ja K-võlakirjade (2018. aastal) muutumisega pikaajalistest võlakohustistest lühiajalisteks. Lisaks vähenesid 2018. aastal nõuded ostjatele ja muud nõuded, vähendades lühiajaliste võlgnevuste kattekordajat veelgi. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2016, 2018)

Kuna varud moodustavad olulise osa käibevarast (vt lisa 6), tekib küsimus, kui likviidne on ettevõtte. Seetõttu on järgmisena välja toodud kiire maksevalmiduse kordaja, mida peetakse oma konservatiivsuse tõttu paremaks likviidsusnäitajaks kui lühiajaliste kohustiste kattekordajat, kuna see jätab käibevarast välja varud, mida on teistest käibevaradest raskem realiseerida. Suhtarvust jäetakse välja ka ettemaksud, kuna nendega ei saa tasuda lühiajaliste kohustiste eest. Üldiselt peetakse heaks suhtarvu arvvaärtust vähemalt 0,9 (Alver, Alver 2011a, 539; Schmidlin 2014, 91). Kiire maksevalmiduse kordaja kasutamise puhul peab rohkem kui eelneva suhtarvu puhul jälgima tegevusvaldkonna keskmisi, kuna see võib väga palju varieeruda (Haldma *et al.* 2003, 31). Lisaks tuleb suhtarvu võrrelda eelmiste perioodidega (Gibson, Frishkoff 1983, 181; Walsh 2003, 116). 2018. aastal oli keskmine kiire maksevalmiduse kordaja rõivakaubandusega tegelevates jae-kaubanduse ettevõtetes 0,56 (Retail Apparel ... 2019). Kui lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja oli enamasti eeskujulik, siis kiire maksevalmiduse kordaja ei ole ühelgi aastal jõudnud soovitusliku arvvaärtuseni ning enamasti ka tegevusvaldkonna keskmiseni (vt tabel 6). Alates 2008. aastast on Baltika varude osatähtsus käibevarast tõusnud (vt lisa 3), mistõttu on kiire maksevalmiduse kordaja vähenenud. Seega on võimekus katta kiireloomulisi kohustisi varusid müümata nõrgenenud. Kuigi varude suur osatähtsus käibevarast on jae-kaubandusettevõtte puhul ootuspärane, on murettekitav, et Baltikal kulub toote müümiseks keskmiselt pool aastat (vt tabel 9), mida võib pidada küllaltki pikaks realiseerimisperioodiks. Eriti kriitiline oli 2018. aasta, mil kiire maksevalmiduse kordaja oli 0,08, ehk 1 euro lühiajaliste kohustiste kohta oli 8 senti likviidset vara, mis viitab likviidsusprobleemile.

Puhaskäibekapitali arvvaärtus on võrdne käibevara ja lühiajaliste kohustiste vahega, näidates kui suures summas on käibevara finantseerimiseks kasutatud püsivallikaid (omakapitali ja pikaajalist võõrkapitali) (Alver, Alver 2011b, 248). Käibekapitali juhtimine on oluline, mõjutades otseselt ettevõtte likviidsust ja kasumlikkust (Deloof 2003; Eljelly 2004). Liigne käibevara vähendab ettevõtte kasumlikkust, samas ebapiisav käibevara võib hakata segama ettevõtte sujuvat toimimist (Mathuva 2010). Enamasti on Baltika puhaskäibekapital olnud positiivne (vt tabel 6), seega on käibevara finantseerimiseks kasutatud lisaks lühiajalistele kohustistele ka püsivallikaid. Aastatel

2009 ja 2018 oli puhaskäibekapital negatiivne, ehk põhivara finantseeriti ka omakapitali ja lühiajalise võõrkapitaliga. Järelikult võis jooksvate kohustiste katmisega tekkida raskusi.

Kui likviidsussuhtarvud näitavad ettevõtte võimet tasuda lühiajalisi kohustisi, siis pikaajalist maksevõimet iseloomustavad suhtarvud näitavad, kui riskantne on ettevõtte pikaajaliste võla-usaldajate jaoks (Gibson 1987). Üldjuhul loetakse heaks võlakordaja väärtuseks 0,5, kuid erialakirjanduse alusel võib väita, et suhtarv võib ulatuda ka 0,8ni, sõltuvalt ettevõtte rahakäibe kiirusest (kiire rahakäibega ettevõtte võib edukalt tegutseda suurema võlakordajaga) (Alver, Alver 2011b, 616). Keskmise omakapitali võlasiduvuse arvvärtus Mandri-Euroopas on 2 (*Ibid*, 143). Tabeli 7 kohaselt jäi Baltika võlakordaja kuni 2017 aastani (k.a) vahemikku 0,5 kuni 0,7, mida peetakse heaks väärtuseks. Märkimisväärne muutus toimus 2018. aastal, kui võõrkapital moodustas 99,55% passivast, mis tähendab, et Baltika sõltuvus võõrkapitalist oli äärmiselt suur. Võlakordaja arvvärtust suurendas kohustiste suurenemine ja aruandeaasta suur puhaskahjum (vt lisa 7). Ka omakapitali võlasiduvuse väärtus oli 2018. aastal muret tekitav – kohustised ületasid omakapitali koguni ca 223 korda, seejuures põhiosa kohustistest olid lühiajalised (vt lisa 3). Niisiis on ettevõtte kreditoride jaoks väga riskantne ning uute laenude saamine keeruline.

Tabel 7. Baltika pikaajalise maksevõime näitajad aastatel 2005–2018, korda

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Võlakordaja	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	1,0
Omakapitali võlasiduvus	0,8	1,0	0,9	1,6	2,8	2,2	2,6	1,3	1,1	1,6	2,8	2,8	2,4	222,8
Intressikulude katekordaja	14,1	16,9	6,9	-0,8	-9,4	-3,2	-3,7	2,2	1,8	-1,7	-12,3	1,4	1,2	-8,4

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 3, 4 ja 11

Intressikulude katekordaja näitab, mitu korda katab EBIT (ingl. k. *earnings before interest and taxes*) intressikulud – kui intressikulude katekordaja väärtus on 1 või väiksem, siis on tegu riskantse olukorraga (Palepu, Healy 2013, 5-18). Tabelist 7 nähtub, et kuni 2007. aastani (k.a) oli Baltika intressikulude katekordaja eeskujulik. Aastatel 2008–2011 teenis ettevõtte kahjumit ning suhtarv oli negatiivne. Intressikulude katmiseks ei teenitud piisavalt tulu, seega emiteeriti aastatel 2009–2011 aktsiaid. 2012. aastal müüdi laenuga finantseeritud kinnisvaraarendus aadressil Veerenni 24 ning intressikulud vähenesid märkimisväärselt. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2009–2012) Järgmistel aastatel suhtarv vaheldumisi kas ületas või jäi alla soovituslikule väärtusele. Probleeme esines aastatel 2014–2015 ja 2018 kui teeniti kahjumit ja

suhtarv oli negatiivne, seega intressikulude katmiseks kasutati lisaks reservidele võlakirjade emiteerimisest (2014. aastal) ning pangalaenuga (2018. aastal) saadud raha.

#### 2.4.2. Vara kasutamise efektiivsuse analüüs

Toimimissuhtarvude abil hinnatakse ettevõtte vara kasutamise efektiivsust müügitulu teenimisel. Vara tulusiduvus näitab mitu korda aastane müügitulu väärtus katab vara väärtust, näidates kui palju müügitulu saadakse iga varasse paigutatud rahaühiku kohta<sup>12</sup> (Foster 1986, 69). Mida suurem on näitaja, seda efektiivsemalt vara kasutatakse. Tabeli 8 kohaselt alates 2006. aastast vara tulusiduvus vähenes. Kuigi müügitulu suurenes, kaasnes ulatusliku laienemisega käibevara (eelkõige varude) ja põhivara märkimiväärne kasv. Rajati uus logistikahoone ja 2008. aastal alustati kinnisvara arendamist. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2006, 2008) Müügitulu suurenes väiksemas mahus kui vara, seega vara tulusiduvus vähenes. Laienemisel on müügitulu aeglasem kasv ootuspärane, kuna klientide ostuharjumuse juurdumine võtab aega.

Tabel 8. Baltika tulusiduvuse näitajad aastatel 2005–2018 (€/€ aastas)

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vara tulusiduvus	2,0	1,8	1,8	1,6	1,2	1,2	1,4	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4
Varude tulusiduvus	4,8	5,1	5,2	4,3	3,9	4,7	4,4	5,0	4,4	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0
Materiaalse põhivara tulusiduvus	8,8	6,4	6,8	5,2	4,8	3,8	5,1	17,7	20,0	20,2	16,9	15,5	18,0	21,7

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 11 ja 12

2009. aastal vähenes järsult müügitulu (vt lisa 4), samuti jätkas vähenemist vara tulusiduvus. 2012. aastal vara tulusiduvus parenes ning eriti paistab silma just materiaalse põhivara tulusiduvuse parnemine, mis oli seotud Veerenni kinnistu müügiga. Edaspidi võeti peakontor ja Baltika kvartali laokauplus samas asukohas rendile. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012) Materiaalse põhivara vähenemine suurendas müügitulu suhet materiaalsesse põhivarasse investeeritud iga euro kohta. Autor juhib tähelepanu sellele, et kuigi näitaja parenes, ei tähenda, et materiaalsel põhivara kasutati rendi tingimustel efektiivsemalt. Järgnevatel aastatel vara tulusiduvus parenes. Paraku ei tulenenud see vara kasutamise aktiivsuse suurenemisest, vaid vara (nii

<sup>12</sup> Toimimis-, tasuvus- ja rentaablussuhtarvude puhul on oluline näitajate arvutamisel kasutada bilansikirjete (kronoloogilisi) keskmisi, kuna bilansis kajastatakse vara ja kohustised kindla hetke seisuga, samas kasumiaruandes kajastatakse tulused ja kulusid kogu perioodi vältel (Baran *et al.* 2016, 75).

varude kui ka põhivara) vähenemisest (vt lisa 7). Varude tulusiduvus on analüüsitaval perioodil jäänud vahemikku 3,9–5,2 ning võrreldes viimaseid aastaid uuritava perioodi algusaastatega, on näitaja pigem langenud. Seega on varude kohta teenitud müügitulu vähenenud. Eelnev viitab ülevarustamisele, passiivsetele varudele või müügi ülehindamisele (Siegel *et al.* 1992). Kriisijärgselt oli näitaja suurim 2012. aastal seoses müügitulu mõningase kasvu ja varude väiksema mahuga (vt lisa 7 ja 9).

Varude käibekordaja näitab kauba või materjalivarude kasutamise efektiivsust. Mida suurem on varude käibekordaja, seda efektiivsemalt ja kiiremini kasutatakse varusid. Varude käibekordajast saab tuletada varude kuluvälde, mis näitab, kui pika aja jooksul varu keskmiselt ära müüakse. Mida lühem on varude kuluvälde, seda parem, kuna laovarude all on vähem raha kinni. Tabelist 9 selgub, et varude realiseerimise aeg on pikenenud ning keskmiselt kulub toote müümiseks pool aastat. Tegevusvaldkonna keskmisega võrreldes, mis oli 2018. aastal *ca* 77 päeva (Retail Apparel ... 2019), võib märkida, et Baltikal võttis varude müümine keskmisest tunduvalt rohkem aega. Üldjuhul käsitlevad kreditorid liiga pikka varude käibevälde likviidsusriski suurendava tegurina (tooted on lattu seisma jäänud) (Alver, Alver 2011b, 590).

Tabel 9. Baltika toimimisinäitajad aastatel 2005–2018

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Varu käibe- kordaja (korda aastas)	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,3	2,0	2,3	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Varu kulu- välde (päeva)	156	158	158	180	179	161	178	160	180	185	179	176	171	174
Tarnijate arvete kulu- välde (päeva)	35	65	59	82	110	72	92	64	64	59	60	53	47	45
Ostjate arvete käibevälde (päeva)	124	183	224	185	201	201	150	80	99	79	113	105	129	185

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 11 ja 12

Märkused:

1. 2014. ja 2015. aasta varude käibekordaja, varude käibevälde ja tarnijate arvete käibevälde suhtarvudes kasutatav näitaja „müüdud kaupade omamaksumus“ ei sisalda Ukraina ja Venemaa kulusid seoses Ukraina jaeärist väljumisega 2014. aastal ja Venemaa jaeärist väljumisega 2016. aastal, mistõttu on nad kajastatud lõpetatud tegevusvaldkondadena (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014-2015).

Tarnijate arvete käibevälde näitab, mitme päeva jooksul keskmiselt ettevõtte tarnijatele maksab. Näitaja oli suurim majanduskriisi ajal aastatel 2008–2011, mis viitab sellele, et siis viivitati enim arvete tasumisega. Makseraskuste olemasolule viitas ka eelnev rahakäibe analüüs, kust selgus, et aastatel 2009–2011 oli raha puhaskäive äritegevusest negatiivne (vt lisa 5). Viimastel aastatel on võlad tarnijatele vähenenud (vt lisa 7), seega on tarnijate arvete käibevälde parenenud. Võlad tarnijatele vähenesid seoses varude olulise vähenemisega – lõpetati jaeäri Ukraina ja Venemaaga ning vähenesid hulgitellimused (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014–2015).

Ostjate arvete käibevälde näitab, kui kiiresti muutuvad nõuded rahaks ehk mitme päeva möödudes nõuded keskmiselt laekuvad. Mida kiiremini raha laekub, seda parem. Kuna jaeäris laekub raha klientidelt kohe kauba müügil, siis on nõuded ostjatele seotud vaid hulgimüügiga. Näitaja oli suurem kriisieelselt ning kriisi ajal kuni aastani 2010 (k.a). Ilmselt kriisieelselt olid ostjate krediitingimused leebemad ning hulgimüügi partneritele anti pikemaid maksetähtaegu ning kriisi ajal võis tõenäoliselt esineda partnerite poolt viivitamist arvete tasumisel. Alates 2011. aastast hakkas näitaja vähenema, mis tähendab, et arveid tasuti kiiremini. Keskmise laekumisperioodi pikenes jällegi alates 2015. aastast. Võib oletada, et põhjuseks oli struktuuri muudatus – Ukrainas ja Venemaal lõpetati jaeäri ning mindi üle frantsiisimudelile (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014–2015), mistõttu suurenes järelmaksimisega müük partneritele. Nagu eelnevast analüüsist selgus, oli mainitud piirkonnas müügiga probleeme, mistõttu otsustati 2019. aasta alguses lõpetada frantsiisilepingud Ukrainas ja Venemaal. Laekumisperioodi pikenedamise seotusele eelkõige Ida-Euroopaga viitab ka 2018. aasta majandusaasta aruanne, kust selgus, et 2 mln euro ulatuses hinnati alla Ida-Euroopa frantsiisipartnerite nõudeid (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2018).

Tähelepanuväärne on, et hulgimüügi partneritelt laekub raha palju aeglasemalt, kui tasutakse tarnijatele. Viimastel aastatel oli ostjate arvete käibevälde tarnijate arvete käibevältest *ca* 2–2,5 korda ning 2018. aastal koguni 4 korda pikem (vt tabel 9). Hulgimüügi osatähtsus müügitulust on madal (vt lisa 4) ning enamus müügitulust tuleb jaeärist, kus raha laekub klientidelt müügi hetkel, seega ostjate arvete pikk käibevälde ei oma väga suurt negatiivset mõju likviidsusele.

### **2.4.3. Kasumlikkuse analüüs**

Müügitulu puhaskasumit teenitakse müügitulu ühe euro kohta. Tabeli 10 kohaselt on alates 2008. aastast müügitulu äri- ja puhaskasumid olnud enam kui pooltel aastatel negatiivsed (põhjuseks teenitud kahjumid). Samas müügitulu brutorentaablus on

analüüsitaval perioodil olnud eeskujulik (enamasti üle 50%), võrreldes seda tegevusvaldkonna keskmisega, mis oli 2018. aastal 50,1% (Retail Apparel ... 2019). Kasumiaruande struktuurianalüüsist selgus, et probleem seisnes Baltika kulubaasis (eelkõige turustuskuludes), mis ei vastanud ettevõtte müügitulule ning müügitulu languse korral 2008. aastal ei vähendatud kulusid piisavalt. Kuigi turustuskulu suhe müügitulusse on madalam kui kriisi ajal aastatel 2008–2011, on see jätkuvalt kõrge (2018. aastal oli turustuskulu suhe müügitulusse 48%), mistõttu ei teenita äri- ja puhaskasumit (vt lisa 8). 2018. aastal teeniti müügitulu ühe euro kohta 11 senti puhaskahjumit.

Tabel 10. Baltika rentaablusnäitajad aastatel 2005–2018, protsentides

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>ROA</i>	22	17	6	-3	-21	-15	-15	3	0	-5	-28	1	0	-28
<i>ROE</i>	41	33	12	-6	-79	-47	-57	9	1	-14	-89	4	1	-154
<i>ROCE</i>	34	29	14	-1	-36	-17	-17	10	4	-5	-48	9	8	-70
Müügitulu bruto-rentaablus	52	55	55	53	48	52	53	55	53	51	47	50	50	48
Müügitulu ärirentaablus	11	11	6	-1	-18	-9	-8	4	1	-1	-11	1	1	-10
Müügitulu puhas-rentaablus	11	10	4	-2	-18	-12	-11	1	0	-2	-12	0,4	0	-11

Allikas: autori koostatud, aluseks lisad 4, 11 ja 12

Märkused:

1. 2014. ja 2015. aasta müügitulu brutorentaablus ei sisalda lõpetatud tegevusvaldkondade kahjumit (Ukraina on alates 2014. aastast kajastatud lõpetatud tegevusvaldkonnana ning Venemaa on alates 2015. aasta 4. kvartalist kajastatud lõpetatud tegevusvaldkonnana) (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2014-2015).

Omakapitali/vara puhasrentaablus (vastavalt *ROE* ja *ROA*) näitab, kui palju puhaskasumit teenib ettevõtte keskmiselt omakapitali/vara iga euro kohta. Ettevõtteid vara puhasrentaablussega üle 10% ja omakapitali puhasrentaablussega üle 17% võib pidada väga kasumlikuks (Schmidlin 2014, 69). Tegevusvaldkonna keskmised rentaablused 2018. aastal olid vastavalt 10,5% ja 31% (Retail Apparel ... 2019). Tabelist 10 selgub, et vara ja omakapitali rentaablusnäitajad olid viimati head enne majanduskriisi aastatel 2005–2007. Viimase kümne aasta jooksul on need enamasti olnud äärmiselt madalad või koguni negatiivsed. Suured aastakahjumid on tunduvalt vähendanud omakapitali (vt lisa 3). Kuna omakapital ja koguvara on vähenenud, olid vara ja omakapitali puhasrentaablused 2015. ja 2018. aastal analüüsitava perioodi madalaimad (isegi madalamad kui



majanduskriisi ajal)<sup>13</sup>. 2018. aastal teeniti vara ühe euro kohta 28 senti puhaskahjumit ja omakapitali ühe euro kohta 1,5 eurot puhaskahjumit. Ettevõttesse investeeritud raha teenis kahjumit, järelkult kasutati vara ja omakapitali ebaefektiivselt.

Kui omakapitali puhasrentaablus näitab puhaskasumit omakapitali ühe euro kohta, siis ärikasumi (põhitegevuskasumi) ja rakendatud kapitali (pikaajaliste kohustiste ja omakapitali kogusumma) jagatisena leitav rakendatud kapitali ärikasumisiduvus (*ROCE*) näitab, kui palju ärikasumit/ärikahjumit on saadud kõigi pikaajaliste allikate ehk rakendatud kapitali ühe euro kohta. Nagu tabelist 10 näha, on *ROA*, *ROE* ja *ROCE* muutunud sünkroonselt.

## 2.5. Pankrotiohu analüüs

Eelnev analüüs viitas võimalikule ohule seoses Baltika tegevuse jätkuvusega, mistõttu on järgnevalt hinnatud ettevõtte pankrotiohtu, kasutades Altmani mudeleid, mis on kujunenud enim kasutatavateks pankrotiohu hindamise mudeliteks maailmas (Bemmann 2005; Katz *et al.* 1985; Ketz 2003, 43; Korol 2013). 1968. aastal avaldas Edward Altman esmakordselt mitme muutujaga diskriminantvõrrandi, mida hakati kutsuma Z-skooriks. Mudel võimaldab hinnata ettevõtte tõenäosust pankrotistuda järgmise kahe aasta jooksul. (Altman 1968) Uuringute põhjal on mudeli pankroti prognoosimise täpsuseks 1–2 aastat enne pankrotti *ca* 72%–95% (Bellovary *et al.* 2007, 4; Hayes *et al.* 2010, 125; Rasoulzadeh 2001). Mudeli üldkuju on järgmine (Altman, Hotchkiss 2006, 241):

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5 \quad (2)$$

kus

$X_1$  – puhaskäibekapital / vara kokku,

$X_2$  – jaotamata kasum / vara kokku,

$X_3$  – EBIT (*earnings before interest and taxes*) / vara kokku,

$X_4$  – omakapitali turuväärtus / kohustised,

$X_5$  – müügitulu / vara kokku.

---

<sup>13</sup> Autor juhib tähelepanu sellele, et kuigi kriisi põhjas (2009. aastal) oli kahjum suurem, olid uuritava perioodi omakapitali ja vara puhasrentaablused madalaimad 2015. ja 2018. aastal. See oli tingitud asjaolust, et võrreldes kriisiajaga, on koguvara maht oluliselt vähenenud. Omakapital on aastatega vähenenud seoses suurte kahjumitega ja koguvara seoses majandusraskustest tuleneva vara müügiga, seejuures vara kasutamist jätkati rendi tingimustel. Autori arvates on Baltika erandlik näide – suhtarvude arväärtusest on olulisem vaadata, mis on toimunud.

Selgus, et ettevõtetele oli hea finantsseisund, kui nende Z-skoori väärtus oli suurem kui 2,99 ning pankrotti sattumise oht esines juhul kui Z-skoori väärtus oli alla 1,81. Kui Z-skoori väärtus jäi 1,81 ja 2,99 vahele (n-ö „hall ala“), siis ei olnud ettevõtte pankrotistumine või mittepankrotistumine üheselt määratud. Ettevõtete täpsemal uurimisel järeldas Altman, et Z-skoori väärtust 2,675 võib pidada lõikepunktiks, millest madalama z-skoori väärtusega ettevõtete puhul on pankrotistumine tõenäolisem. (Hayes *et al.* 2010, 126).

Aastate jooksul on esialgset Z-skoori mudelit täiendatud, mistõttu on sellest kasutusel mitu varianti. 1983. aastal täiendas Altman mudelit börsil mittenoteeritud tootmisettevõtete jaoks (edaspidi Z'-skoor), muutes valemis suhtarvu X<sub>4</sub>, mis uues valemis kajastab omakapitali bilansilise väärtuse ja kohustiste suhet (Altman 1983, 122). Mudeli üldkuju on järgmine (*Ibid*):

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5 \quad (3)$$

kus

X<sub>1</sub> – puhaskäibekapital / vara kokku,

X<sub>2</sub> – jaotamata kasum / vara kokku,

X<sub>3</sub> – EBIT (*earnings before interest and taxes*) / vara kokku,

X<sub>4</sub> – omakapitali bilansiline väärtus / kohustised,

X<sub>5</sub> – müügitulu / vara kokku.

Kui Z'-skoori arv väärtus oli üle 2,9, siis oli ettevõtte pankrotistumine vähetõenäoline. „Hall ala“ jäi vahemikku 1,23–2,9 ning juhul kui Z'-skoori arv väärtus oli alla 1,23, esines pankrotistumise oht (*Ibid*). Nii Altmani esimese kui ka teise mudeli üheks muutujaks on koguvara käibesiduvus X<sub>5</sub>, mille väärtus sõltub ettevõtte tegevusvaldkonnast. Seega Altmani teises täiustatud mudelis, mis ilmus 1993. aastal (edaspidi Z''-skoor), jäeti ära muutuja X<sub>5</sub>, et vältida tootmisettevõtete eripära. See mudel on rakendatav nii tootmis-, kaubandus- kui ka teenindusettevõtete puhul, sõltumata sellest, kas nende turuhind on teada või mitte. (Altman *et al.* 1995, 3). Sama mudelit kasutab Eestis pankrotiuuringute tegelev Creditinfo Eesti AS oma iga-aastaste uuringute „Pankrotid Eestis“ tegemisel (Pankrotiuuring ... 2018). Uuringute põhjal võib väita, et Altmani nelja teguriga mudel on Eesti ettevõtete seas prognoosinud pankrotti kõige täpsemalt, eeldusel, et seda arvutatakse tegevusalasid eristamata (Gudinova 2015; Närep 2012; Pesur 2015; Reinhold 2013).

Mudeli üldkuju on järgmine (Altman *et al.* 1995, 3):

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad (4)$$

$X_1$  – puhaskäibekapital / vara kokku,

$X_2$  – jaotamata kasum / vara kokku,

$X_3$  – EBIT (*earnings before interest and taxes*) / vara kokku,

$X_4$  – omakapitali bilansiline väärtus / kohustised.

Ettevõttes, kus  $Z''$ -skoori väärtus oli üle 2,6, puudus pankrotioht. „Hall ala“ jäi vahemikku 1,1–2,6 ning juhul kui  $Z''$ -skoori väärtus oli alla 1,1, esines suur pankrotistumise oht (Altman *et al.* 1995, 3). Töö autor otsustas kasutada kõiki kolme Altmani pankrotiohu hindamise mudelit, kuna Baltikas tegeletakse nii tootmise kui ka jaekaubandusega. Samuti on Baltika börsil noteeritud, seega saab pankrotiohu hindamiseks kasutada nii turu- kui ka bilansiväärtust kasutavaid valemeid. Eri mudelite kasutamine võimaldab võrrelda kas ja kui palju tulemused erinevad.

Tabeli 11 kohaselt oli aastatel 2005–2007 Baltika omakapitali turuväärtust arvesse võtva  $Z$ -skoori tulemused teiste Altmani mudelitega võrreldes palju paremad, kuna ettevõtte turuväärtus oli oluliselt suurem kui järgnevatel aastatel (vt tabel 2). Järelikult hinnati turul ettevõtet tema raamatu- pidamislikust väärtusest kõrgemalt.

Tabel 11. Altmani  $Z$ -skoori,  $Z'$ -skoori ja  $Z''$ -skoori arväärtused aastatel 2005–2018

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
$Z$	7,2	6,9	4,6	2,2	0,9	1,6	1,0	4,0	3,9	3,6	2,8	2,8	3,3	2,1
$Z'$	3,3	2,7	2,7	2,0	0,8	1,2	1,1	3,2	3,1	2,9	2,3	2,5	2,9	1,9
$Z''$	5,0	3,8	3,4	1,8	-1,0	0,2	-1,0	3,5	2,9	2,6	-0,6	0,0	2,0	-2,9

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisa 13

Märkused:

1. Rohelisega on märgitud näitaja arväärtused, mille puhul pankrot on ebatõenäoline, halliga on märgitud „hall ala“ ja punase puhul esineb pankrotioht.

Majanduskriisi ajal aastatel 2009–2011 prognoosisid kõik mudelid pankrotti ning sellele eelnenud aastal ( $Z'$  puhul kolmel eelneval aastal) ei olnud pankrotioht üheselt määratav (n-ö „hall ala“). Nagu ka eelnev analüüs kinnitas, olid nimetatud aastatel ettevõttel tõsised majanduslikud raskused ning ilmselt suudeti pankrotti vältida ainult tänu aktsiate emiteerimisest saadud rahale. Aastatel 2012–2014 oleks ettevõtte olukord justkui oluliselt parenenud. 2012. aastal müüdi laenuga finantseeritud Veerenni 24 kinnistu (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2012), seega

Baltika põhivara ja kohustised vähenesid märkimisväärselt ning mudelites kasutatavate suhtarvude arväärtused parenesid. Siinkohal on oluline tähele panna, et raha ei saadud põhitegevusest, vaid põhivara müügist.

Ebamäärane on ettevõtte olukord alates 2015. aastast, mil mudelite tulemused erinesid oluliselt, seejuures eriti kriitiline oli Altmani  $Z''$ -skoor, mille kohaselt pankrotistumise oht oli suur. Sellest mudelist on välja jäänud muutuja  $X_5$  (müügitulu/vara kokku), mis parendas oluliselt Altmani viie muutujaga mudelite  $Z$ -skooore (vt lisa 13). Samas juhib autor tähelepanu sellele, et eelnevast vara kasutamise efektiivsuse analüüsist selgus, et Baltika vara tulusiduvus on ülehinnatud. Nimelt moodustas Veerenni 24 kinnistu varem kogu varast suure osatähtsuse ning pärast kinnistu müüki 2012. aastal jätkati selle kasutamist rendi tingimustel. Selle tulemusel vara tulusiduvuse suhtarv parenes, mis aga ei tähenda, et materiaalselt põhivara kasutati rendi tingimustel efektiivsemalt (vt tabel 8). Eelnevat arvesse võttes oleksid  $Z$ - ja  $Z'$ -skoori tulemused kehvemad. Viimastel aastatel mõjutas  $Z''$ -skoori tulemusi negatiivselt ärikahjum (2015. ja 2018. aastal) ja eelmiste perioodide jaotamata kahjum (2016. ja 2017. aastal) (vt lisa 13). Kõikide mudelite tulemusi parendas 2017. aastal lühiajaliste kohustiste vähenemine 5,5 mln euro ehk 43% võrra (vt lisa 7), tänu millele puhaskäibekapital/vara kokku suhtarvu arväärtus suurenes. Aruandeaastal refinantseeriti J-võlakirjad ja väljastati K-võlakirjad, millest enamuse märkis KJK Fund (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne ... 2017). Kohustise tasumist lükati edasi, kuna selleks puudus raha.

Altmani mudelite nõrkusele viitavad nelja ja viie muutujaga mudelite suured erinevused eelkõige aastatel 2015–2018, mistõttu magistritöö autor kasutas pankrotiohu prognoosimiseks lisaks Springate'i valemit ja Zmijewski mudelit. Kanadalase G. L. V. Springate'i 1978. aastal tuletatud pankrotiohu prognoosimise valem tugineb sarnaselt Altmani mudelitega diskriminantanalüüsile (Springate 1978). Springate valis kümne populaarse suhtarvu hulgast välja neli, saades järgmise valemi (*Ibid*):

$$Z = 1,03X_1 + 3,07X_2 + 0,66X_3 + 0,4X_4 , \quad (5)$$

kus

$X_1$  – puhaskäibekapital / vara kokku,

$X_2$  – ärikasum / vara kokku,

$X_3$  – tulumaksustatav kasum / lühiajalised kohustised,

$X_4$  – müügitulu / vara kokku.

Kui  $Z < 0,862$ , on pankrotioht väga suur. Valimisse kuulunud 40 ettevõttest liigitusid 92,5% õigesti. Valemit 1979. aastal testinud D. A. Botherasel liigitus õigesti 88% valimisse kuulunud 50 ettevõttest keskmise koguvaraga 2,5 mln dollarit. E. G. Sands sai 1980. aastal Springate'i valemit 24 suurettevõtte (keskmise koguvaraga 63,4 mln dollarit) baasil testides usaldatavuse määraks 83,3%. (Wedley, Wyckham 1984; Ramana *et al.* 2012)

Zmijewski mudel on M. D. Zmijewski poolt 40 pankrotistunud ja 800 mittepankrotistunud ettevõtte andmetel tuletatud probit-tüüpi pankrotiproгноosimudel, prognoosimise täpsusega kaks aasta enne pankrotti 99% (Zmijewski 1984). 2012. aastal mudelit testinud Ghodrati ja Moghaddam said usaldatavuse määraks 90% (Ghograti, Moghaddam 2012). Mudel näeb välja järgmine (Zmijewski 1984):

$$X = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 + 0,004X_3 \quad (6)$$

kus

$X_1$  – koguvara puhasrentaabilus,

$X_2$  – kohustiste osatähtsus passivas,

$X_3$  – lühivõlgade üldine kattekordaja.

Kui  $X < 0,5$ , esineb pankrotioht (*Ibid*). Tabeli 12 kohaselt olid Springate'i valemi ja Zmijewski mudeli tulemused väga sarnased, prognoosides pankrotti aastatel 2008–2011, 2015 ja 2018 (Zmijewski mudel lisaks 2014. aastal). Võrreldes nende mudelite rakenduse tulemusi Altmani mudelite tulemustega, näitasid kõik mudelid pankrotiohtu majanduskriisi ajal aastatel 2009–2011, kuigi erinevalt Altmani mudelist, prognoosisid Springate'i valem ja Zmijewski mudel pankrotiohtu juba 2008. aastal. Ükski viiest mudelist 2012. ja 2013. aastal pankrotiohtu ei näidanud ning 2014. aastal prognoosis pankrotiohtu vaid Zmijewski mudel.

Tabel 12. Springate'i valemi ja Zmijewski mudeli arväärtused aastatel 2005–2018

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Springate'i valem	2,1	1,6	1,4	0,7	-0,6	-0,1	-0,1	1,6	1,3	1,1	-0,1	1,2	1,5	-0,1
Zmijewski mudel	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0	1,0	0,9	0,0

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 14 ja 15

Märkused: Punasega on märgitud näitajate arväärtused, mille puhul esineb pankrotioht.

Alates 2015. aastast jagunesid tulemused kolmeks. Kõige kriitilisem oli Altmani nelja muutujaga mudel, mis prognoosis pankrotiohtu enamikel järgnevatel aastatel (2017. aastal oli ettevõtte „hallis alas“). Springate'i valemi ja Zmijewski mudeli kohaselt esines pankrotioht vaid 2015. ja 2018. aastal. Altmani viie muutujaga mudelite alusel oli ettevõtte n.ö „hallis alas“ (2017. aastal isegi rohelises alas). Springate'i valemi üheks muutujaks on vara tulusiduvus, tänu millele (nagu ka Altmani viie muutujaga mudelite puhul) olid Springate'i valemi tulemused paremad. 2015. ja 2018. aasta kriitiliste tulemuste põhjuseks oli eelkõige aruandeaastatel teenitud kahjum. Samadel aastatel näitas ka Zmijewski mudel pankrotiohtu, peamiseks põhjuseks samuti aruandeaastatel teenitud kahjum. (vt lisa 13)

Eelnevate mudelite nõrkuseks on nende manipuleeritavus (suhtarvud parenesid tänu müüdud kinnisvarale (2012. aastal) ja lühiajaliste kohustiste refinantseerimisele (2017. aastal). Ettevõtte olukord oli juba aastaid olnud kehv ning kinnisvara müük ja kohustiste refinantseerimine tulenes makseraskustest. Toimingute tulemusel mudelite kohaselt näiliselt ettevõtte olukord vahepeal parenes. Tegelikult oli olukord jätkuvalt halb – raha äritegevusest ei teenitud piisavalt, äritegevuse finantseerimiseks emiteeriti võlakirju, refinantseeriti laene, dividende ei suudetud maksta. Samuti juhib autor tähelepanu sellele, et mudelites on ühe näitajana kasutatud puhaskäibekapitali ja koguvara suhet. Kuna puhaskäibekapital oli uuritava perioodil küllaltki hea (tänu varude suurele osatähtsusele käibevarast!), siis tekkepõhiselt oli Baltika likviidne. Samas eelnevast analüüsist selgus, et Baltika varude realiseerimisperiood on pikk, keskmiselt pool aastat (vt tabel 9), seega kassapõhiselt oli raha ebalikviidsete varude all kinni, mistõttu tegelikult võisid tekkida probleemid likviidsusega.

Kui Springate'i valemi ja Zmijewski mudeli tulemused omavahel kattusid, siis Altmani mudelitega võrreldes olid siiski erinevused. Eelkõige tegid magistr töö autori ärevaks aastad 2016. ja 2017. 2016. aastal prognoosis pankrotiohtu vaid Altmani nelja muutujaga mudel ning 2017. aastal ei prognoosinud pankrotiohtu ükski mudelitest! Tekkis küsimus, millist mudelit peaks usaldama ning miks mõnel juhul mudelid ohusignaali ei andnud. Järelikult Baltika-suguse ettevõtte puhul pankrotiohu prognoosimise mudelid ei töötanud kõige paremini. Täpsemate prognooside saamiseks oleks magistr töö autor soovinud kasutada ka kassapõhiste näitajatele tuginevat pankrotiohu prognoosimise mudelit<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Kahjuks ei õnnestunud magistr töö autoril kassapõhiste näitajatele tuginevat pankrotiohu prognoosimise mudelit leida. Autor arvab, et vajadus sellise mudeli järele on olemas ning tulevikus võiks keegi sellise mudeli koostada.

Eelnevast analüüsist selgus, et pankrotti välditi tänu korduvale aktsiate ja võlakirjade emiteerimisele. Raskuste põhjuseks oli senine mittetoimiv ärimudel ja kulustruktuur, seega otsustati ettevõttes teha Baltika ajaloo radikaalseim pööre. „Strateegia 2022“ eesmärk on leida ettevõttele toimiv ärimudel, et ettevõtte oleks võimeline töötama vastavalt äriettevõtte põhimõtetele, mille üks eesmärk on kasumi teenimine. Kuna ettevõtte strateegiat muudeti märkimisväärselt (seejuures muutus ka pikaajaline tegevjuht), võib oletada, et ettevõtte tuleviku määrab ära see, kas pööre õnnestub või mitte. (vt lisa 16)

## KOKKUVÕTE

Magistritöös on antud ülevaade Baltika Grupi tegevusest aastatel 2005–2018, mil on olnud nii paremaid kui ka halvemaid aegu. Uuritava perioodi algusaastatel läks Baltikal väga hästi – ettevõtte laienes, ehitati uus logistikakeskus, arendati kinnisvara ning ettevõtte aktsia keskmine hind oli tunduvalt kõrgem kui viimastel aastatel. Tippajal (2007. aastal) ületas aktsia keskmine hind enam kui 30-kordselt aktsiahinda 2018. aastal. Magistritöö eesmärk oli välja selgitada Baltika probleemide tekkimise ja süvenemise põhjused ning hinnata, kas tegevuse jätkuvus on ohustatud.

Võtmeisikute tausta uurides selgus, et aastatel 2005–2018 juhatuses ja nõukogus olnud isikutest vaid ühel kuueteistkümnest puudus kõrgharidus. Enamikul oli haridus majandusvaldkonnast. Esindatud olid ka õigusteaduse, tekstiilitööstuse, bio-geograafia ning automaatika ja telemehaanika erialad. Samas eelnevaid kogemusi tööstus- ja jaekaubandusettevõtete eripäraga ja/või mõne ettevõtte juhtimisega oli vaid üksikutel: Meelis Milderil, Kati Kusminil ja Valdo Kalmul. Kui esimesed kaks on juhtinud tööstus- ja jaekaubandusettevõtet, siis viimasel piirdub juhtimiskogemus muu valdkonna ettevõttega. Nõukogu ja juhatuse koosseis muutus küllaltki harva. Reet Saks ja Meelis Milder olid juhatuses/nõukogus kogu uuritava perioodi vältel.

Bilansi struktuurianalüüsist selgus, et kuni 2011. aastani (k.a) põhivara osatähtsus koguvarast suurenes, moodustades aastatel 2009–2011 ligikaudu 2/3 koguvarast. 2012. aastal müüdi Veerenni 24 kinnistu ja põhivara vähenes oluliselt. 2018. aasta lõpu seisuga moodustas põhivara 1/5 ja käibevara 4/5 koguvarast. Käibevarast moodustavad põhiosa varud. Kui võrrelda kohustiste ja omakapitali vahekorda passivas, siis kohustiste osatähtsus aastatega pigem tõusis, moodustades 2018. aastal koguni 99,55% passivast (põhiosa neist olid lühiajalised kohustised). Dünaamikaanalüüs näitas, et äritegevuse finantseerimiseks müüdi kinnisvara, võeti laenu ning emiteeriti korduvalt nii aktsiaid kui ka võlakirju, seejuures võlakirju refinantseeriti kolmel korral.

Kasumiaruande struktuurianalüüsi kohaselt on müüdnud kaupade omamaksumuse suhe müügitulusse ligikaudu 50%. Teine oluline kulu, mille suhe müügitulusse on samuti ligikaudu 50%, on turustuskulu. Seega jääb ülejäänud kulude (halduskulud, muud ärikulud, finantskulud)



katmiseks (kui üldse) väga väike osa müügitulust. Magistritöös analüüsitud aastate jooksul teeniti pooltel aastatel ärikahjumit. Dünaamikaanalüüsist selgus, et ettevõtte rahalised raskused said alguse majanduskriisist, mil klientide tarbimine vähenes. Müügitulu vähenedes ei vähenenud kulud piisavalt, mistõttu jäädi kahjumisse. Kriisijärgselt müügitulu suurenes veidi, kuid hakkas uuesti langema ning majanduskriisi eelset taset ei ole enam suudetud saavutada. Kuna aastast aastasse olukord halvenes, oli ettevõttes tegemist läbiva puudusega, mida ei kõrvaldatud (mitte ei olnud tegemist ühekordse väärotsusega). Baltika puuduseks oli ettevõtte kulustruktuur ja senine ärimudel. Turustuskulude suhe müügitulusse kasvas oluliselt alates Baltika laienemisest. Suure brändiportfelliga kaasnesid lisaks kaupluste opereerimiskuludele märkimisväärsed kulud, kuna igal brändil oli oma kollektiooni juht, disainer(id), sisseostja(d), konstruktor(id) ja tehnoloog(id). Baltika „Strateegia 2022“ kohaselt vähendatakse brändide ja kaupluste arvu. Magistritöö autor arvab, et Baltika müügimahtude juures oleks tulnud juba varem brändide ja kaupluste arvu vähendada. Baltika teiseks puuduseks oli seni kasutusel olnud vertikaalselt integreeritud ärimudel, millega kaasnesid suured püsikulud. Kuigi 2019. aastal lõpetati kulude kokkuhoiu eesmärgil tootmine Eestis, tuleks analüüsida, kas oleks veel tegevusi, mida oleks mõistlikum sisse osta. Kuna Baltika finantsolukord oli pikka aega kehv, jäi autorile arusaamatuks, miks ettevõttes varem ei tehtud põhjalikku finantsanalüüsi ning alles 2019. aastal vastavad otsused langetati.

Kassapõhisest analüüsist oli näha, et äritegevus tõi enim raha sisse enne majanduskriisi. Samal ajal leidsid aset suuremad investeeringud ning raha puhaskäive investeerimistegevusest oli negatiivne. Investeeringute finantseerimiseks kasutati lisaks oma rahale pangalaenu ja võlakirjade emiteerimisest saadud raha. Aastatel 2009–2011 teenis ettevõtte suuri kahjumeid ning raha puhaskäive äritegevusest oli negatiivne. Kõigil neil aastatel emiteeriti aktsiaid. 2013. aastal investeeriti üle pika aja suurem summa jaesüsteemi. Investeeringute finantseerimiseks kasutati jällegi nii oma kui ka võõrast raha. Alates 2013. aastast on raha puhaskäive enamasti olnud negatiivne. Võrreldes uuritava perioodi viimaseid aastaid algusaastatega, on märgata, et investeerimistegevusse on oluliselt vähem raha panustatud, raha puhaskäive äritegevusest on väiksem ning muutunud on finantseeringute otstarve. Varem kasutati finantseeringuid investeringuteks, nüüd aga võlgade maksmiseks. Kasumikvaliteedi kordaja näitas, et enamasti ületas kassapõhine tulem tekkepõhist, seega oli Baltika ärikasum (-kahjum) hästi rahaga kaetud. Siiski, sarnaselt tekke-põhise tulemiga, kassapõhine tulem vähenes.

Suhtarvuanalüüsist selgus, et lühiajaliste võlgnevuste katekordaja enamasti kas ületas soovituslikku arvnäitajat või jäi sellele veidi alla. Samas kiire maksevalmiduse kordaja ei jõudnud

ühelgi aastal soovitusliku arvvaärtuseni. Seega oli võimekus katta kiireloomulisi kohustisi varusid müümata nõrk. Võlakordaja jäi vahemikku 0,5 kuni 0,7. Erandiks oli 2018. aasta, kui võõrkapital moodustas 99,55% kogupassivast (põhiosa neist olid lühiajalised kohustised), mis tähendab, et Baltika sõltuvus võõrkapitalist oli äärmiselt suur. Tulusiduvusnäitajate arvvaärtused vähenesid majanduskriisi ajal ning pienesid alates 2012. aastast seoses põhivara vähenemisega. Seega ei tulenenud paremine vara kasutamise efektiivsuse tõstmisest. Toimismisnäitajate analüüsist selgus, et varude realiseerimise aeg on pikenenud ning keskmiselt kulub toote müümiseks pool aastat. Nii tarnijate arvete kuluvälde kui ka ostjate arvete käibevälde oli suurim majanduskriisi ajal, mil viivitati enim arvete tasumisega. Viimastel aastatel on tarnijate arvete tasumisperiod lühenenud ja ostjate arvete laekumisperiod pikenenud. Hulgimüügi partneritelt laekub raha palju aeglasemalt, kui tasutakse tarnijatele. Kasumlikkuse analüüsist nähtus, et vara ja omakapitali puhasrentaabluse ning müügitulu äri- ja puhasrentaabluse näitajad olid alates 2008. aastast enamasti negatiivsed, samas müügitulu brutorentaablus oli analüüsitaval perioodil eeskujulik (enamasti üle 50%). Nagu eelnevalt mainitud, olid põhjuseks suured turustuskulud.

Pankrotiohu hindamiseks kasutas autor Altmani mudeleid, Springate'i valemit ja Zmijewski mudelit. Majanduskriisi ajal näitasid pankrotiohtu kõik mudelid. Aastatel 2012–2014 oleks mudelite kohaselt ettevõtte olukord justkui oluliselt parenenud, kuigi tegelikkuses oli ettevõtte jätkuvalt raskustes (2012. aastal vähenesid märkimisväärselt Baltika põhivara ja kohustised ning mudelites kasutatavate suhtarvude arvvaärtused pienesid). Alates 2015. aastast esines mudelite tulemustes erinevusi. Kõige kriitilisem oli Altmani nelja muutujaga mudel, mis prognoosis pankrotiohtu enamikel järgnevatest aastatest. Springate'i valemi ja Zmijewski mudeli kohaselt esines pankrotioht vaid 2015. ja 2018. aastal ning Altmani viie muutujaga mudelite kohaselt oli ettevõtte n.ö „hallis alas“ (2017. aastal isegi rohelises alas). Kuna mudelite tulemused viimastel aastatel erinesid, tekkis küsimus, millist mudelit peaks usaldama ning miks mõnel juhul mudelid ohusignaali ei andnud. Järeldus: Baltika suguse ettevõtte puhul pankrotiohu prognoosimise mudelid ei töötanud kõige paremini. Seetõttu oleks magistritöö autor soovinud kasutada veel kassapõhiste suhtarvudele tuginevat pankrotiohu prognoosimise mudelit. Kahjuks ei õnnestunud autoril sellist mudelit leida. Siiski saab eelnevast analüüsist järeldada, et alates majanduskriisist ettevõtte olukord aastast aastasse halvenes, mis viitab sellele, et ettevõtte juhtimisstrateegia oli puudulik ning pankrotti suudeti vältida tänu aktsiate ja võlakirjade korduval emiteerimisele. Praegu toimub ettevõttes Baltika ajaloo radikaalseim pööre, millega muudeti märkimisväärselt ettevõtte strateegiat. Seega ettevõtte tuleviku määrab ära see, kas pööre õnnestub või mitte.

## **SUMMARY**

### **ANALYSIS OF THE BUSINESS ACTIVITIES OF AS BALTIKA DURING THE YEARS 2005–2018**

Eneli Kümnik

Baltika Group is an international group, which operates in the clothing industry. By the end of 2018, Baltika was developing five clothing brands (Monton<sup>TM</sup>, Mosaic<sup>TM</sup>, Bastion<sup>TM</sup>, Baltman<sup>TM</sup> and Ivo Nikkolo<sup>TM</sup>). With a 90-year experience base, Baltika has developed from a manufacturing company to a creator of fashion brands and has become one of the leading fashion companies in the Baltic States. During the years 2005–2018, Baltika was operating at a loss on half of the years, which questions the company's sustainability. The topic is important, because throughout the years, Baltika has received negative media coverage and therefore, received significant attention from the public. During 2019, Baltika's largest shareholder KJK SICAV-SIF Fund became the majority shareholder. In autumn, Baltika announced it may leave from the stock exchange within the next six months.

From Baltika's perspective, the analysis of the financial situation is necessary to evaluate the Group. The result of the analysis can be useful to a variety of parties. Management can evaluate the effectiveness of their performance. Investors are interested in the rise of the share prices, financial stability and effective management. In addition, the analysis is necessary for suppliers and other creditors who want certainty that Baltika is solvent. It is also in the best interests of the employees to have serenity knowing that Baltika will be competitive.

In the master's thesis Baltika Group's business activities from 2005 up to 2018 are analysed. The reason why 2005 was chosen as the starting year, was because the author wanted the evaluation cycle to include both, good and bad times. In the early years of the period under review, Baltika did very well – the company expanded, a new logistics center was built, real estate was developed and the average share price was significantly higher than in recent years. In addition to that, in

2005 the strategic turn was implemented, which changed Baltika from a manufacturing company to a vertically integrated company. The author has used Baltika Group's annual reports and other sources (such as magazines, newspapers, social media) to get information about Baltika and the key persons involved. The goal of this master's thesis is to find out the causes of Baltika's problems and their aggravation, also to assess whether the continuity of the business is endangered.

To achieve this goal, the author has established the following research tasks:

- to give an historical overview of Baltika;
- to study the background of the members of the Supervisory Board and the Management Board of Baltika;
- to interview the chief financial officer;
- to conduct horizontal, vertical and ratio analysis of financial statements;
- to conduct cash-based analysis;
- to analyse the possibility of bankruptcy risk using the bankruptcy risk models;
- based on the information received, to determine what were the causes of Baltika's problems, and to assess whether Baltika is sustainable.

Reviewing the background of the company's key persons during the years 2005–2018, only one out of sixteen people did not have higher education. Most of them had an educational background focused on business, however some also had educational backgrounds in law, textile industry, biogeography, automation and telemechanics. However, only a few had previous experience with the specifics of industrial and retail companies or with managing companies (Meelis Milder, Kati Kusmin and Valdo Kalm). While the former two have led an industrial and retail business, the latter has management experience in another field of business. The composition of the Supervisory Board and the Management Board did not change very often.

The vertical analysis of the balance sheet indicated that until 2011, the percentage of fixed assets accounted for about 2/3 of total assets. In 2012, the property at Veerenni 24 was sold and fixed assets decreased. At the end of 2018 fixed assets were 1/5 and current assets 4/5 of total assets. Majority of current assets consists of inventories. The percentage of liabilities has increased over the years, accounting for 99,55% of total liabilities and owner's equity in 2018. The horizontal analysis indicated that real estate was sold and both, shares and convertible bonds, were repeatedly issued during the period under review to finance the business.

According to the vertical analysis of the income statement, the ratio of COGS to sales revenue is approximately 50%. Another important expense, which also accounts for about 50% of sales revenue, is distribution expense. Thus, a very small part (if any) of the sales revenue will be retained to cover the remaining expenses (administrative expenses, other operating expenses, financial expenses). During the years 2005–2018 the company was operating at a loss on half of the years. Horizontal analysis indicated that the company's financial problems started with the crisis, when the consumption of customers decreased. As sales revenue decreased, expenses were not sufficiently reduced, resulting with a loss. After the crisis, sales revenue improved slightly, but started to decline again and the pre-crisis level has not been restored. The primary drivers of the negative financial situation were Baltika's cost structure and business model, which caused financial performance to continually worsen subsequent to the financial crisis in 2008. It also appeared that the ratio of distribution expenses to sales increased significantly since the expansion of Baltika. The large brand portfolio involved high costs, as each brand had its own collection manager, designer(s), buyer(s), constructor(s) and technologist(s). According to Baltika's new "Strategy 2022", the number of brands and stores will be reduced. As a result of that, distribution expenses will be reduced. Another disadvantage of Baltika was the vertical business model used so far, which resulted in high fixed costs. Although manufacturing in Estonia was ended in 2019, it should be analysed if there are still activities that would be more reasonable to outsource instead.

Cash flow statement analysis showed that operating activities brought in most cash before the crisis. At the same time, larger investments took place and net cash flow from investing activities was negative. In order to finance the investments, money from bank loans and issued bonds were used along with their own funds. The company made heavy losses in 2009–2011 and net cash flow from operations was negative. In all these years, Baltika issued shares. In 2013, after a long period of time, a large amount of money was invested in the retail system. External and internal funding were used to finance the investments. Since 2013, net cash flow has mostly been negative. When comparing the last years with the early years, it is visible that less money has been invested into investment activities, the net cash flow from operating activities was lower and the purpose of financing has changed. Previously, financing was used for investing, but now, to keep the company alive. At the same time the quality of profit ratio showed that Baltika's operating profit (loss) was well covered by cash.

The ratio analysis indicated that the current ratio was mostly above or slightly below the standard value. At the same time, the acid test did not reach the recommended value on any studied year.

Thus, the ability to cover short-term liabilities without selling inventories was weak. The debt ratio was between 0.5 and 0.7, however the exception was in 2018, when debt was 99,55% of total liabilities and owner's equity. Total asset and PPE turnover declined during the crisis and started to improve in 2012, this was due to a significant decrease in fixed assets. Therefore, the improvement did not result from an increase in efficient usage of assets. The analysis of the performance indicators indicated that the inventory realization was deferred and in average it took half a year to sell a product. Both, the accounts receivable as well as accounts payable turnover, were highest during the crisis, when most of the invoices were delayed. In recent years, the payment period for buyers' invoices has been extended and on the other hand, for suppliers' invoices, it has become shorter. The profitability analysis showed that since 2008 more than half of the years operating profit and net profit were negative (i.e. loss), whereas gross profit margin was rather high during the analysed period (approx. 50%). As stated earlier, the reason was a big amount of distribution expenses.

To assess the risk of bankruptcy, the author used the Altman models, the Springate formula and the Zmijewski model. During the crisis, all models showed the risk of bankruptcy. Based on the models, in 2012–2014 the situation of the company appeared to have improved significantly, although in reality Baltika continued to have problems (in 2012, Baltika's fixed assets and liabilities decreased, therefore ratios used in the models got better). Since 2015, there were differences in the models' results. The most critical was the Altman four-variable model, which predicted the risk of bankruptcy in most subsequent years. According to the Springate formula and the Zmijewski model, the company had risk of bankruptcy in 2015 and 2018, while Altman's five-variable models showed the company to be in a "grey zone" (in 2017 even in the green zone). As the results of the models were different in recent years, a question was raised – which model should be trusted and why on some occasions the models did not give a sign of threat. In conclusion: for companies like Baltika, bankruptcy prediction models did not work as intended. Therefore, the author of the master's thesis would have wanted to use a cash-based bankruptcy prediction models in addition. Unfortunately, the author could not find the pre-described model. However, analysis revealed that since the crisis company's situation became worse year after year, which indicates that Baltika's governance strategy was insufficient and company avoided bankruptcy only due to repetitive issuance of shares and bonds. Currently, Baltika is going through the most radical turn in the history of the company, changing its strategy significantly. The future of the company is determined if these changes are successful or not.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Allan Remmelkooi registrikaardi seosed.* Inforegister. Kättesaadav: <https://www.inforegister.ee/cvzctl-allan-remmelkooi>, 15. mai 2018.
- Allan Remmelkooi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* (2017). Directormeedia. Kättesaadav: <https://director.ee/2017/08/01/allan-remmelkooi-20-aastaga-juhiks-kasvamise-lugu/?v=a57b8491d1d8>, 15. mai 2018.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, 589–609.
- Altman, E. I. (1983). *Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with bankruptcy*. New York, USA: Wiley Interscience.
- Altman, E. I., Hartzell, J., Peck, M. (1995). *Emerging Markets Corporate Bonds: A Scoring System*. New York, USA: Salomon Brothers Inc.
- Altman, E. I., Hotchkiss, E. (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt* (3<sup>rd</sup> ed.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Alver, J. (1998). Rahakäibe aruande analüüs. *Raamatupidamis uudised*, 6, 13–18.
- Alver, J. (2005). Preparation and Analysis of Cash Flow Statements: The Net Profit Approach and Operating Profit Approach. *Journal of Economic Literature*, Classification Numbers: M41, TUTWPE No. 127.
- Alver, J., Alver, L. (2011a). *Majandusarvestus ja rahandus: leksikon*. I, A-L. Tartu: Deebet.
- Alver, J., Alver, L. (2011b). *Majandusarvestus ja rahandus: leksikon*. II, M-Y. Tartu: Deebet.
- Alver, J., Reinberg, L. (1997). Rahakäibe aruanne. *Raamatupidamis uudised*, 4, 32–47.
- Alver, J., Reinberg, L. (2002). *Juhtimisarvestus* (2. tr). Tallinn: Deebet.
- Andres Ermi registrikaardi seosed.* Inforegister. Kättesaadav: <https://www.inforegister.ee/anljwyx-andres-erm>, 03. veebruar 2018.
- Andres Ermi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* LinkedIn. Kättesaadav: <https://www.linkedin.com/in/andres-erm-10b16738/>, 03. veebruar 2018.
- Andrew J. D. Patersoni teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* LinkedIn. Kättesaadav: <https://www.linkedin.com/in/andypaterson-retailer/>, 25. mai 2018.

- Apranga Grupp majandusaasta aruanne.* APB Apranga. Kättesaadav:  
[https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/apg/2018\\_ar\\_en\\_eur\\_con\\_ias.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/apg/2018_ar_en_eur_con_ias.pdf),  
14. november 2019.
- Baltika aktsia kauplemisajalugu.* Nasdaq Baltic. Kättesaadav:  
<https://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=details&instrument=EE3100003609&list=2&ab=trading>, 28. aprill 2019.
- Baltika aktsionäride üldkoosoleku kokkukutsumise teade ja päevakord.* (2010). Nasdaq Baltic.  
Kättesaadav:  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=404034&messageId=486851>, 18. november 2018.
- Baltika AS väärtpaperiomanike nimekiri seisuga 31.12.2018.* Nasdaq Baltic. Kättesaadav:  
<https://nasdaqcsd.com/statistics/et/shareholders?security=EE3100145616&captcha%5Bid%5D=00b57cd032a9a199b69b35610943e7bc&captcha%5Binput%5D=vewu>,  
31. detsember 2018.
- Baltika esimene kvartal oli Baltikumis viie aasta parim.* (2014). AS Baltika.  
Kättesaadav:<http://www.baltikagroup.com/et/uudised/baltika-esimene-kvartal-oli-baltikumis-viie-aasta-parim/>, 27. mai 2018.
- Baltika Grupi esimese kvartali kahjum poole väiksem.* (2010). AS Baltika.  
Kättesaadav:<http://www.baltikagroup.com/et/uudised/baltika-grupi-esimese-kvartali-kahjum-poole-vaiksem/>, 01. mai 2019.
- Baltika Grupi lugu, väärtused ja ajalugu.* AS Baltika. Kättesaadav:  
<http://www.baltikagroup.com/et/ettevete/juhatus/>, 24. aprill 2018.
- Baltika juhatusega liitus Ingrid Kormik.* (2017). Postimees Majandus. Kättesaadav:  
<https://majandus24.postimees.ee/4128209/baltika-juhatusega-liitus-ingrid-kormik>,  
19. jaanuar 2018.
- Baltika kohtuasi võib luua pretsedendi.* (2014). Äripäev. Kättesaadav:  
<https://www.aripaev.ee/uudised/2014/06/17/baltika-kohtuasi-voib-luua-pretsedendi>,  
21. aprill 2019.
- Baltika lahjendab praegused osalused pea olematuks.* (2019). Postimees Majandus. Kättesaadav:  
<https://majandus24.postimees.ee/6734282/baltika-lahjendab-praegused-osalused-pea-olematuks>,  
14. november 2019.
- Baltika lõpetab Eestis tootmise.* (2019). Äripäev. Kättesaadav:  
<https://www.aripaev.ee/uudised/2019/03/18/baltika-lopetaab-estis-tootmise>,  
15. aprill 2019.
- Baltika nõukogust lahkub Valdo Kalm, aktsia kukub kivina.* (2019). Äripäev. Kättesaadav:  
<https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2019/03/21/baltika-noukogust-lahkub-valdo-kalm-aktsia-kukub-kivina>,  
06. juuni 2019.



- Baltika on Milderite käest ära libisemas.* (2016). Postimees Majandus. Kättesaadav: <https://majandus24.postimees.ee/3667813/baltika-on-milderite-kaest-ara-libisemas>, 21. aprill 2019.
- Baltika suuromanik tegi väikeaktsionäridele ülevõtmispakkumise.* (2019). Delfi Ärileht. Kättesaadav: <https://arileht.delfi.ee/news/uudised/baltika-suuromanik-tegi-vaikeaktsionaridele-ulevotmispakkumise?id=87315783>, 17. oktoober 2019.
- Baltika valis juhatusse Maire Milderi ja Boris Loifenfeldi.* (2000). Delfi Ärileht. Kättesaadav: <http://arileht.delfi.ee/news/uudised/baltika-valis-juhatusse-maire-milderi-ja-boris-loifenfeldi?id=50840280>, 27. mai 2018.
- Baltikaga liitub globaalse kogemusega tippjuht.* (2019). Delfi Ärileht. Kättesaadav: <https://arileht.delfi.ee/news/juhtimine/baltikaga-liitub-globaalse-kogemusega-tippjuht?id=85631585>, 29. august 2019.
- Baran, D., Pastýr, A., Baranová, D. (2016). Financial analysis of a selected company. *Research Papers. Faculty of Materials Science and Technology in Trnava*, 37, 73–92.
- Bellovary, J. L., Giacomino, D. E., Akers, M. D. (2005). Earnings Quality: It's Time to Measure and Report. *The CPA Journal*, 75, 32–37.
- Bellovary, J. L., Giacomino, D. E., Akers, M. D. (2007). A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930-Present. *Journal of Financial Education*, 33, 1–42.
- Bemmann, M. (2005). Improving the Comparability of Insolvency Predictions. *Dresden Economics Discussion Paper Series in Economics*, No. 08/2005. Dresden: Dresden University of Technology, Faculty of Business Management and Economics.
- Boriss Loifenfeldi registrikaardi seosed.* Inforegister. Kättesaadav: <https://www.inforegister.ee/ehthgox-boriss-loifenfeld/>, 27. mai 2018.
- Dechow, P. M., Schrand, C. M. (2004). *Earnings Quality*. USA: Research Foundation of CFA Institute.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of belgian firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 573–587.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56, 1–33.
- Eljelly, A. M. A. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*, 14, 48–61.
- Epstein, M. J., Moses, L. P. (1992). How Useful is the Statement of Cash Flows? *Management Accounting*, 74, 52–54.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis* (2<sup>nd</sup> ed). New Jersey: Prentice-Hall.

- Gert Tiivase registrikaardi seosed*. Infopank. Kättesaadav: <https://infopank.ee/isik/6457/gert-tiivas>, 18. mai 2018.
- Gert Tiivase teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus*. Bloomberg. Kättesaadav: <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/person.asp?personId=20629088&privcapId=30469348>, 18. mai 2018.
- Ghodrati, H., Moghaddam, H. M. (2012). A Study of the Accuracy of Bankruptcy Prediction Models: Altman, Shirata, Ohlson, Zmijewsky, CA Score, Fulmer, Springate, Farajzadeh Genetic, and McKee Genetic Models for the Companies of the Stock Exchange of Tehran. *American Journal of Scientific Research*, 59, 55–67.
- Gibson, C. H. (1987). How Chartered Financial Analysts View Financial Ratios. *Financial Analysts Journal*, 43, 74–76.
- Gibson, C. H. (2011). *Financial Statement Analysis* (12th ed). USA: South-Western Cengage Learning.
- Gibson, C. H., Frishkoff, P. A. (1983). *Financial Statement Analysis. Using Financial Accounting Information* (2<sup>nd</sup> ed). California, USA: Kent Publishing Company.
- Glasbeg, D. S. (1989). *The Power of Collective Purse Strings*. Los Angeles: University of California Press.
- Gudinova, M. (2015). *Edward I. Altman'i pankroti prognoosimise mudeli rakendamise 2010. aastal Eestis pankrotistunud ettevõtete näitel*. (Bakalaureusetöö) TalTechi majandusteaduskond, Tallinn.
- Haldma, T., Mullaste, M., Listra, E. (2003). *Aastaruande analüüs ja ettevõttesisene aruandlussüsteem*. Tallinn: Raamatupidaja.ee OÜ.
- Hayes, S. K., Hodge, K. A., Hughes, L. W. (2010). A Study of Efficacy of Altman's Z To Predict Bankruptcy of Specialty Retail Firms Doing Business in Contemporary Times. *Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives*, 3, 122–134.
- Hea ühingujuhtimise tava aruanne*. (2006). AS Baltika. Kättesaadav: [http://baltika.ee/wp-content/uploads/2015/10/HYT2006\\_est.pdf](http://baltika.ee/wp-content/uploads/2015/10/HYT2006_est.pdf), 07. mai 2018.
- Ingrid Uibukandi registrikaardi seosed*. Infopank. Kättesaadav: <https://infopank.ee/isik/259738/seosed/ingrid-uibukant-kormik>, 25. detsember 2018.
- Ingrid Uibukandi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus*. Facebook. Kättesaadav: <https://www.facebook.com/ingrid.kormik>, 19. detsember 2018.
- Ingrid Uibukandi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus*. LinkedIn. Kättesaadav: <https://www.linkedin.com/in/ingrid-uibukant-7a460959>, 19. jaanuar 2019.
- Jaakko Sakari Mikael Salmelini teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus*. Bloomberg. Kättesaadav: <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/person.asp?personId=30531305&privcapId=285994606>, 18. november 2018.

- Kati Kusmini teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* LinkedIn. Kättesaadav: <https://www.linkedin.com/in/kati-kusmin-902ba0117/>, 21. november 2018.
- Katz, S., Lilien, S., Nelson, B. (1985). Stock Market Behavior Around Bankruptcy Model Distress and Recovery Predictions. *Financial Analysts Journal*, 41, 70–74.
- Ketz, J. E. (2003). *Hidden financial risk – understanding off-balance sheet accounting.* New Jersey: Wiley J. & Sons, Inc.
- Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded 2005–2018.* AS Baltika. Kättesaadav: <http://www.baltikagroup.com/et/investorid/borsiteated-2/>, 12. juuni 2019.
- Konsolideerimisgrupi vahearuanded 2005–2019.* AS Baltika. Kättesaadav: [https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/blt/2019\\_q3\\_et\\_eur\\_con\\_00.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/blt/2019_q3_et_eur_con_00.pdf), 12. november 2019.
- Korol, T. (2013). Early Warning Models Against Bankruptcy Risk for Central European and Latin American Enterprises. *Economic Modelling*, 31, 22–30.
- Largay, J. A., Stickney, C. P. (1980) Cash Flows, Ratio Analysis and the W.T. Grant Company Bankruptcy. *Financial Analysts Journal*, 36, 51–54.
- Lauri Kustaa Äimä teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* LinkedIn. Kättesaadav: <https://fi.linkedin.com/in/kustaa-%C3%A4im%C3%A4-3480231a>, 15. november 2018.
- LHV: väikeinvestorite emotsioonid tõstavad Tallinna börsi.* (2010). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/article/2010/10/13/lhv-vaikeinvestorite-emotsioonid-tostavad-tallinna-borsi>, 28. aprill 2019.
- Likvideeritava fondi õigusnõunik valiti Baltika nõukokku.* (2019). Delfi Ärileht. Kättesaadav: <https://arileht.delfi.ee/news/target/likvideeritava-fondi-oigusnounik-valiti-baltika-noukokku?id=87683945>, 16. oktoober 2019.
- Lohk, P., Baltika AS finantsjuht. Intervjuu Baltika finantsjuhiga. Autori intervjuu. Üleskirjutus. Tallinn. 4. detsember 2019.
- Maigi Pärnik-Perniku teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* Bloomberg. Kättesaadav: <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/person.asp?personId=83666943&privcapId=8353387>, 20. november 2018.
- Maire Milderi registrikaardi seosed.* Infopank. Kättesaadav: <https://infopank.ee/isik/7711/maire-milder>, 25. mai 2018.
- Maire Milderi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* LinkedIn. Kättesaadav: <https://ee.linkedin.com/in/maire-milder-1a0999149>, 21. november 2018.
- Maire Milder lahkub Baltikast.* (2019). Äripäev Kaubandus. Kättesaadav: <https://www.kaubandus.ee/uudised/2019/11/04/maire-milder-lahkub-baltikast>, 12. detsember 2019.

- Maire Milder – uus energia tuleb muutustest.* (2007). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/uudised/2007/11/06/maire-milder-uus-energia-tuleb-muutustest>, 21. november 2018.
- Mathuva, D. (2010). The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability. *Research Journal of Business Management*, 4, 1–11.
- Meeleheitel Baltika trikitab bilansiga.* (2019). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2019/03/18/meeleheitel-baltika-trikitab-bilansiga>, 25. november 2019.
- Meelis Milderi firma müüs osaluse Baltikas.* (2017). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2017/08/30/baltika-osalustes-muudatused>, 21. aprill 2019.
- Meelis Milder lahkub Baltika juhi kohalt.* (2019). Delfi Ärileht. Kättesaadav: <https://arileht.delfi.ee/news/juhtimine/meelis-milder-lahkub-baltika-juhi-kohalt?id=86656343>, 29. august 2019.
- Meelis Milderi registrikaardi seosed.* Infopank. Kättesaadav: <https://infopank.ee/isik/6068>, 18. mai 2018.
- Meelis Milder rääkis erakordselt avameelselt, miks Baltika kõrbes rahvusvahelises konkurents.* (2019). Delfi Ärileht. Kättesaadav: <https://arileht.delfi.ee/news/uudised/meelis-milder-raakis-erakordselt-avameelselt-miks-baltika-korbes-rahvusvahelises-konkurents?id=87168777>, 14. detsember 2019.
- Meelis Milderi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* Tallinna Kaubamaja Grupp. Kättesaadav: <http://www.tkmgroup.ee/investor/noukogu-ja-juhatuse>, 18. november 2018.
- Meelis Milderi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* 4-traders. Kättesaadav: <http://www.4-traders.com/business-leaders/Meelis-Milder-05KN0T-E/biography/>, 18. jaanuar 2019.
- Miks Baltika aktsia kukub?* (2013). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/uudised/2013/09/05/miks-baltika-aktsia-kukub>, 26. aprill 2019.
- Milder: järgmisel aastal teenib Baltika kasumit.* (2010). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/article/2010/8/5/milder-jargmisel-aastal-teenib-baltika-kasumit>, 28. aprill 2019.
- Mills, J. R., Yamamura, J. H. (1998). The Power of Cash Flow Ratios. *Journal of Accountancy*, 186, 53–61.
- Nurnberg, H., Largay, J. A. (1998). Interest Payments in the Cash Flow Statement. *Accounting Horizons*, 12, 407–418.
- Närep, N. (2012). *Vandeaudiitorite hinnangud tegevuse jätkuvuse eeldusele – uuring pankrotistunud ettevõtete näitel Eestis.* (Magistritöö). TalTechi majandusteaduskond, Tallinn.

- Palepu, K. G., Healy, P. M. (2013). *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Texts and Cases* (5<sup>th</sup> ed). USA: Cengage Learning.
- Pankrotiuring 2018*. Creditinfo Eesti AS. Kättesaadav: [web.creditinfo.ee/pankrotid2018.pdf](http://web.creditinfo.ee/pankrotid2018.pdf), 19. oktoober 2019.
- Pendlebury, M., Groves, R. (2003). *Company accounts analysis, interpretation and understanding* (6<sup>th</sup> ed). Great Britain: Cengage Learning EMEA.
- Pesur, K. (2015). *Edward Altmani pankroti prognoosimise mudeli rakendamise 2008. aastal Eestis tegevuse lõpetanud ettevõtete näitel*. (Bakalaureusetöö). TalTechi majandusteaduskond, Tallinn.
- Raamatupidamise Toimkonna juhend. RTJ 2, 01.01.2018, 37-41.
- Ramana, N. V., Azash, S. M., Ramakrishnaiah, K. (2012). Financial Performance and Predicting the Risk of Bankruptcy: A Case of Selected Cement Companies in India. *International Journal of Public Administration and Management*, 1, 40–56.
- Rasoulzadeh, M. (2001). A Study of Application of Altman's Model for Predicting the Bankruptcy of Firms Accepted in Tehran Stock Exchange *Stock Exchange Monthly*, 30, 62–65.
- Reet Saksi teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus*. Eesti Advokatuur. Kättesaadav: <https://www.advokatuur.ee/mobile.php/eng/advocates/find-advocates.a/reet-saks>, 13. november 2018.
- Reinhold, L. (2013). *Pankrotimudelite võrdlev analüüs Eesti ettevõtete näitel*. (Magistritöö). TalTechi majandusteaduskond, Tallinn.
- Retail Apparel Industry Financial Strength Information*. CSI Market. Kättesaadav: [https://csimarket.com/Industry/industry\\_Financial\\_Strength\\_Ratios.php?ind=1301&hist=4](https://csimarket.com/Industry/industry_Financial_Strength_Ratios.php?ind=1301&hist=4), 15. september 2019.
- Schipper, K., Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons*, 17, 97–110.
- Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis*. United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd.
- Siegel, J. G., Shim, J. K., Hartman, S. W. (1992). *The McGraw-Hill Pocket Guide to Business Finance: 201 Decision-Making Tools for Managers*. USA: McGraw-Hill Inc.
- Soome fond liigub Baltikas täiskontrolli poole*. (2017). Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/uudised/2017/08/28/baltika-soome-fond-liigub-taiskontrolli-poole>, 16. detsember 2019.
- Springate, G. L. V. (1978). *Predicting the possibility of failure in a Canadian Firms*. (Unpublished Master of Business Administration Project). Simon Fraser University.

- Suromanik andis Baltika kohtusse.* (2012). Äripäev. Kättesaadav:  
<https://www.aripaev.ee/uudised/2012/09/18/suromanik-andis-baltika-kohtusse>,  
12. detsember 2019.
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological Issues Related to The Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research*, 22, 59–82.
- Tiina Mõisa teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* Wikipedia. Kättesaadav:  
[https://et.wikipedia.org/wiki/Tiina\\_M%C3%B5is](https://et.wikipedia.org/wiki/Tiina_M%C3%B5is), 17. november 2018.
- TTÜ lõpetajad 1918–2006.* (2007). Tallinn: TTÜ kirjastus.
- Valdo Kalmu teenistuse ja hariduskäigu lühikirjeldus.* Bloomberg. Kättesaadav:  
<https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/person.asp?personId=26916458&privcapId=4058367>, 14. november 2018.
- Vasiu, D. E., Baltas, N., Gheorghe, I. N. (2015). Liquidity ratios. A structural and dynamic analysis, during 2006–2012, of the companies having the business line in industry and construction, listed and traded on the Bucharest Stock Exchange. *Theoretical and Applied Economics*, 22, 187–206.
- Walsh, C. (2003). *Key Management Ratios* (3<sup>rd</sup> ed). Great Britain: Pearson Education Limited.
- Wedley, W. C., Wyckham, R. (1984). Monitoring Corporate Financial Health. *Journal of Small Business – Canada*, 2, 13–19.
- Ülle Järv lahkub Baltika finantsdirektori ametist.* (2011). Äripäev Tööstusuudised. Kättesaadav:  
<http://www.toostusuudised.ee/uudised/2011/03/30/ulle-jarv-lahkub-baltika-finantsdirektori-ametist>, 25. mai 2018.
- Ülle Järve registrikaardi seosed.* Inforegister. Kättesaadav:  
<https://www.inforegister.ee/avvrlfk-ulle-jarv>, 25. mai 2018.

# LISAD

## Lisa 1. Nõukogu liikmed aastatel 2005–2018, nende haridus ja töökogemused

Nõukogu liige	Haridus	Töökogemus
<b>Jaakko Sakari</b> <b>Mikael Salmelin</b> (sündinud 1980) nõukogu liige alates 21.06.2010, nõukogu esimees alates 23.05.2012  Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0	Aalto Ülikool, magister rahanduses	<ul style="list-style-type: none"> <li>2003–2010 Danske Capital AS, erinevad ametikohad, nt investeerimisanalüütik, fondijuht (haldas Ida-Euroopa Fonde, keskendudes põhiliselt Balti ja Balkani turgudele). Lisaks on olnud portfellihaldur Arvo Value Asset Management Ltd-s</li> <li>2010 kaasasutas KJK Group-i</li> </ul>
		<u>31.12.2018 seisuga:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>KJK Capital Oy, partner</li> <li>Juhatuse liige: KJK Fund SICAV-SIF, KJK Management SA, KJK Capital Oy, Amiraali Invest Oy, Amiraali Invest Oy ja UAB D Investiciju Valdymas, Tahe Outdoors OÜ</li> </ul>
<b>Tiina Mõis</b> (sündinud 1957) nõukogu liige alates 03.05.2006  Baltika aktsiaid 31.12.2018: 977 837 aktsiat AS Genteel nimel (osalus 2,4%)	Tallinna Tehnikaülikool, teenindus-ökonoomika ja juhtimine <i>cum laude</i> (omandatud aastal 1980)	<ul style="list-style-type: none"> <li>1980–1989 Eesti Onkoloogiakeskus, pearaamatupidaja</li> <li>1989–1991 Eesti Kaubandus-tööstuskoda, pearaamatupidaja</li> <li>1991–1995 Hansapank, pearaamatupidaja</li> <li>1995–1998 Hansapank, administratsiooni divisjoni direktor</li> <li>1999–2002 Nõmme Linnaosa Halduskogu esimees ning Tallinna Linnavolikogu liige</li> <li>On olnud nõukogu liige järgnevates ettevõtetes: AS Eesti Ehitus, AS Alexela Terminal, AS Haabersti Jäähall ja AS Nordecon International ning juhatuse liige Eesti Kaubandus- ja Tööstuskojas</li> <li>On olnud Eesti Raamatupidamise Toimkonna liige.</li> </ul>
		<u>31.12.2018 seisuga:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>AS Genteel, juhataja</li> <li>Nõukogu liige: AS LHV Pank, AS LHV Group ja Rocca al Mare Kool</li> </ul>
<b>Reet Saks</b> (sündinud 1962) nõukogu liige alates 25.03.1997  Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0	Tartu Ülikool, õigusteadus	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eesti Advokatuuri liige alates 1995. aastast</li> </ul>
		<u>31.12.2018 seisuga:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>Advokaadibüroo Ellex Raidla, advokaat</li> <li>Juhatuse liige: MTÜ Intellektuaalomandi Kaitse Rahvusvahelise Assotsiatsioon (AIPPI) ja Eesti Rahvuslik Töörühm</li> </ul>

<p><b>Lauri Kustaa Äimä</b> (sündinud 1971) nõukogu liige alates 18.06.2009</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 24 590 aktsiat Kaima Capital Eesti OÜ nimel (osalus 0,06%)</p>	<p>Helsingi Ülikool, magister majandus-teaduses (omandatud aastal 1997)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2000–2009 töötas Danske Capital AS-is investeringute osakonnas, keskendudes Baltikumi investeringute juhtimisele</li> <li>• Alates 2009. aastast Kaima Capital Oy tegevdirektor ja asutajast omanik</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaima Capital Oy, tegevdirektor</li> <li>• KJK Capital Oy, tegevjuht</li> <li>• Amber Trust SCA, Amber Trust II SCA, direktor</li> <li>• Juhatuse liige: Kaima Capital Eesti OÜ, KJK Capital Oy, KJK Fund III Management S.a.r.l, KJK Investments S.a.r.l, Amber Trust Management SA, Amber Trust II Management SA, Aurejärvi Varainhoito Oy, KJK Investicie d.o.o, UAB Malsena Plus, Bostads AB Blaklinten Oy, AS Baltic Mill, Leader Group 2016 AD</li> <li>• Juhatuse esimees: KJK Fund II SICAV-SIF</li> <li>• Nõukogu liige: AS Salva kindlustus, Toode AS, Managetrade OÜ, Saaremehe Kala AS, Eurohold Bulgaria AD</li> <li>• Nõukogu esimees: JSC Rigas Dzirnavnicks</li> </ul>
<p><b>Valdo Kalm</b> (sündinud 1966) nõukogu liige alates 20.04.12</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Tallinna Tehnika-ülikool, automaatika ja telemehaanika (omandatud aastal 1992)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• On olnud juhatuses esimees ettevõttes AS Eesti Telekom ja AS EMT (töökogemus ettevõttes ligikaudu 30 aastat, millest 15 aastat juhina)</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 2016. aastast juhatuses esimees ning tegevdirektor ettevõttes AS Tallinna Sadam</li> <li>• Juhatuses liige: OÜ VK CO</li> </ul>
<p><b>Allan Remmelkoor</b> (sündinud 1971) nõukogus aastatel 2006–2011</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Tallinna Tehnika-ülikool, ärikorraldus (omandatud aastal 1994)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1992 Soome siiditrükifirma Seritek, müügitöö</li> <li>• 1995 Reklaamiagentuur AGE, projektijuht</li> <li>• 1997–2011 Kristiine keskuse projekti tegevjuht</li> <li>• On olnud juhatuses liige järgnevates ettevõttes: SIA Pro Kapital Latvia, SIA Kliversala Re, SIA PK Investments, AS Pro Haldus Aktsiaselts ja AS Kristiine Kaubanduskeskus</li> <li>• Lisaks on olnud ettevõttes AS Hypermarket juhataja</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 1997. aastast AS Pro Kapital, kaubanduskeskuste arendamine</li> <li>• Juhatuses liige: Pro Kapital Grupp AS, PRO Kapital Eesti AS, Tondi Kvartal AS, Ilmarise Kvartal OÜ, Tallinna Moekombinaat AS, Spordiklubi Schnelli MTÜ</li> </ul>



<p><b>Andres Erm</b> (sündinud 1960) nõukogus aastatel 2006–2011</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Tallinna Tehnikaülikool, tööstuse planeerimine (omandatud 1985)</p> <p>International Institute for Management Development, magister ärijuhtimises (omandatud 1996)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1990–1993 SIAR Bossard Consulting (Rootsi/Prantsusmaa juhtimiskonsultatsioonifirma), osanik</li> <li>• 1992–2004 Baltic Beverages Holding OÜ (äri- ja juhtimisalane nõustamine), asepresident</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 2009. aastast HT Project Management OÜ (äri- ja juhtimisalanane nõustamine), juhtiv partner</li> <li>• Juhatus liige: Pandion Fish OÜ, Anter Holding OÜ, Baltic Beverages Holding OÜ ja HT Property Development OÜ</li> </ul>
<p><b>Gert Tiivas</b> (sündinud 1973) nõukogus aastatel 2006–2008</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Bentley Kolledž, bakalaureus majandus- teaduses</p> <p>George Washingtoni Ülikool, magister rahvusvahelistes suhetes</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1998–2004 NASDAQ OMX Tallinn AS, Tallinna börsi tegevjuht</li> <li>• 2004–2006 börsifirma NASDAQ OMX, kasvavate turgude juht</li> <li>• 2006–2007 East Capital International, Eesti filiaali tegevdirektor</li> <li>• 2007–2011 investeerimisfirma East Capital Explorer AB, tegevjuht</li> <li>• 2011–2015 East Capital Private Equity AB, Balti riikide tegevjuht</li> <li>• 2015(november) –2016 (jaanuar) Starman Grupp, juhatuse esimees</li> <li>• 2015–2016 East Capital International AB Eesti filiaal, tegevjuht</li> <li>• On olnud nõukogu liige järgnevates ettevõtetes: East Capital Real Estate AS, East Capital Baltic Property Fund AB, East Capital Explorer Investments AB, East Capital Power Utilities Fund AB, East Capital Russian Property Fund AB</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Juhatus liige: Miksmitte OÜ, Kesse Kuningriik OÜ</li> </ul>

Allikas: autori koostatud, aluseks (Allan Remmelkooi registrikaardi ... 2018; Allan Remmelkooi teenistuse ... 2017; Andres Ermi registrikaardi ... 2018; Andres Ermi teenistuse ... 2018; Baltika aktsionäride ... 2010; Baltika AS väärtpaberiomanike ... 2018; Gert Tiivase registrikaardi ... 2018; Gert Tiivase teenistuse ... 2018; Jaakko Sakari Mikael Salmelini teenistuse ... 2018; Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2005-2018; Lauri Kustaa Äimä teenistuse ... 2018; Reet Saksi teenistuse ... 2018; Tiina Mõisa teenistuse ... 2018; TTÜ lõpetajad ... 2007; Valdo Kalmu teenistuse ... 2018)

## Lisa 2. Juhatuse liikmed aastatel 2005–2018, nende haridus ja töökogemused

Juhatuse liige	Haridus	Töökogemus
<p><b>Meelis Milder</b> (sündinud 1958) juhatuse esimees aastatel 1991–2019</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 1 000 346 (osalus 2,45%)</p>	<p>Tartu Ülikool, majandusküberneetika (omandatud 1981. aastal)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1981–1984 Mainor, juhtimiskonsultant</li> <li>• 1984–1987 Baltika tootmiskoondise Valga tehase direktor</li> <li>• 1987–1991 Baltika direktor</li> <li>• On olnud nõukogu liige järgnevates ettevõtetes: Hansapank, Eesti Telekom, Saku Õlletehas, Eesti Ehitus, Selver AS</li> <li>• On olnud juhatuse liige ettevõttes BMIG OÜ</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 1991. aastast Baltika AS grupi peadirektor ja juhatuse liige</li> <li>• Juhatuse liige: Baltika Retail OÜ, BML Invest OÜ, Eesti Kaubandus- Tööstuskoda MTÜ, Kodreste OÜ ja Maisan OÜ</li> <li>• Nõukogu liige: Tallinna Kaubamaja Grupp AS, Nordecon AS, Kaubamaja AS, Baltman OÜ ja Baltika Tailor OÜ</li> <li>• Tartu Ülikooli külalislektor</li> <li>• Eesti Kunstiakadeemia auliige</li> </ul>
<p><b>Maigi Pärnik-Pernik</b> (sündinud 1974) juhatuse liige alates 2011. aastast</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Tallinna Tehnikaülikool, majandus-arvestus (omandatud 1998. aastal) Concordia</p> <p>Rahvusvaheline Ülikool Eestis, magister rahvusvahelises ärijuhtimises</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2004–2008 Eesti Haigekassa, finantside ja infotehnoloogia eest vastutav juhatuse liige</li> <li>• 2008–2011 Estonian Air, finantsala ja halduse asepresident ning juhatuse liige</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 2011. aastast Baltika finantsdirektor ja juhatuse liige</li> </ul>
<p><b>Ingrid Uibukant</b> (sündinud 1978) juhatuse liige mai–detsember 2017.</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Tallinna Tehnikaülikooli Tallinna Kolledž, ärijuhtimine (omandatud 2001. aastal)</p> <p>Tallinna Tehnikaülikool, magister ärijuhtimises (omandatud 2013. aastal)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2001–2017 Baltika, erinevad ametkohad, hanke- ja tarneahela juht</li> <li>• 2009–2010 arendas Eesti-Soome ehitusettevõtet Fennotex OY</li> <li>• 2014 Tallinna Kaubamaja Grupp, tarneahela juht</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 2018. aastast AS Ragn-Sells tarneahela juht</li> <li>• Juhatuse liige: Eesti Ostu- ja Tarneahelate Juhtimise Ühing MTÜ</li> </ul>

<p><b>Maire Milder</b> (sündinud 1958) juhatuse liige aastatel 2000–2014</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 170 083 aktsiat (osalus 0,417%)</p>	<p>Tartu Ülikool, bio-geograafia</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• On töötanud kolm aastat Valga algkoolis pedagoogina ning seejärel Pedagoogika Teadusliku Uurimise Instituudis metoodikuna, kus ta töötas välja uusi geograafia õppeprogramme. Lisaks oli osakoormusega õppejõud Pedagoogilises Instituudis (haridussüsteemis kokku oli neli aastat)</li> <li>• 1992–1997 lipsufima Maisan OÜ, asutaja ning tegevjuht</li> <li>• 1997–1998 AS Briti Kaubamaja (NEXT), tegevjuht</li> <li>• 1998–1999 Baltman OÜ, tegevjuht ning jaekaubanduse direktor</li> <li>• 1999–2001 Baltika Grupp, jaekaubanduse- ja turunduse direktor</li> <li>• 2001–2010 Baltika Grupp, jaekaubanduse direktor</li> <li>• 2010–2011 Baltika Grupp, jaekaubanduse ja kontseptsioonide arendusdirektor</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 2011. aastast Baltika Grupi brändingu ja jaekaubanduse arendusdirektor</li> <li>• Juhatuse liige: Estonian Fashion Brands association MTÜ, Maisan OÜ</li> </ul>
<p><b>Kati Kusmin</b> (sündinud 1968) juhatuse liige aastatel 2012–2016</p> <p>Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0</p>	<p>Tallinna Tehnikaülikool, teenindussfääri ökonomika ja juhtimine (omandatud 1991. aastal)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1992–1997 Hotell Olümpia, tellimuste ja vastuvõtu juht, Olümpia hotelli juhataja</li> <li>• 1997–2001 Reval Hotell Grupp, arendusjuht</li> <li>• 2001–2004 Tallinna Kaubamaja, direktor</li> <li>• 2004–2006 Kalev AS, müügi- ja teenindusdirektor</li> <li>• 2006–2009 Kalev Chocolate Factory AS, tegevjuht</li> <li>• 2009–2012 Eesti Tarbijateühistute Keskühistu, juhatuse esimees</li> <li>• 2010–2016 Tööandjate Keskkliit, volikogu liige</li> <li>• 2012–2016 Baltika Grupp, juhatuse liige ning müügi- ja turundusdivisjoni direktor</li> <li>• 2005–2017 Kaupmeeste liit, juhatuse liige</li> <li>• 2016–2017 Silvano Fashion Group, tegevjuht</li> </ul> <p><u>31.12.2018 seisuga:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates detsembrist 2017 Riigi Kinnisvara AS, juhatuse liige</li> <li>• Alates 2017. aastast Tallinna Sadama nõukogu ja auditikomitee liige</li> </ul>

<b>Ülle Järv</b> (sündinud 1958) juhatuse liige aastatel 1997–2010  Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0	Tallinna Tehnikaülikool, tööstuse planeerimine (omandatud 1981)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kuni 2010. aastani Baltika finantsdirektor (algusaastat ei õnnestunud magistritöö autoril leida)</li> <li>• Alates 2011. aastast Baltika siseaudiitor</li> </ul> <u>31.12.2018 seisuga:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Juhatuse liige: Finor Consulting OÜ</li> </ul>
<b>Andrew J. D. Paterson</b> (sündinud 1969) juhatuse liige aastatel 2008–2014  Baltika aktsiaid 31.12.2018: 0	<i>Warden Park School</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• On olnud kommertsdirektor ettevõtetes Sears Clothing Ltd, Arcadia Group Ltd, Greeting Card Group</li> <li>• Baltikas töötas hanke ja varude juhtimise direktorina ning hiljem kommertsdirektorina</li> <li>• Juhatuse liige: Finor Consulting OÜ</li> </ul> <u>31.12.2018 seisuga:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alates 2015. aastast Terson Consulting Associates OÜ, tegevdirektor, jaemüüja, juhtimiskonsultant</li> <li>• Alates 2015. aastast Kuku Trading OÜ, asutaja</li> </ul>
<b>Boriss Loifenfeld</b> (sündinud 1960) juhatuse liige aastatel 2000–2010  Baltika aktsiaid 31.12.2018: 173 774 aktsiat (osalus 0,426%)	Peterburi Riiklik Disaini ja Tehnoloogia Ülikool, tekstiilitööstus	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1994–1998 Baltika Grupp, Balti turu juht</li> <li>• 1998–2000 Baltika Grupp, ekspordidirektor</li> <li>• 2000–2014 Baltika Grupp, läbi aastate erinevad ametikohad: müügi- ja ekspordidirektor, hulgimüügi ja idaturgude projektide direktor, Baltika Ida-Euroopa nõunik</li> </ul> <u>31.12.2018 seisuga:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Juhatuse liige: Ellips Invest OÜ ja Ellipse Group OÜ</li> </ul>

Allikas: autori koostatud, aluseks (Andrew J. D. Patersoni teenistuse ... 2018; Baltika AS väärtpaberiomanike ... 2018; Baltika esimene kvartal ... 2014; Baltika juhatusega liitus ... 2017; Baltika valis juhatusse ... 2000; Boriss Loifenfeldi registrikaardi ... 2018; Ingrid Uibukandi registrikaardi ... 2018; Ingrid Uibukandi teenistuse ... 2018; Ingrid Uibukandi teenistuse ... 2019; Kati Kusmini teenistuse ... 2018; Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded ... 2005-2018; Maigi Pärnik-Perniku teenistuse ... 2018; Maire Milderi registrikaardi ... 2018; Maire Milderi teenistuse ... 2017; Maire Milder – uus energia tuleb ... 2007; Meelis Milder lahkub ... 2019; Meelis Milderi registrikaardi ... 2018; Meelis Milderi teenistuse ... 2018; Meelis Milderi teenistuse ... 2019; TTÜ lõpetajad ... 2007; Ülle Järv lahkub ... 2011; Ülle Järve registrikaardi ... 2018)

### Lisa 3. Konsolideeritud bilansid aastatel 2005–2018 (tuhandetes eurodes)

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2005	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	31.12. 2009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018
<b>VARAD</b>														
<b>Käibevara</b>														
Raha ja pangakontod	1 659	804	2 013	554	385	823	863	2 078	852	710	398	419	704	428
Lühiajalised finantsvarad	116	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nõuded ostjatele ja muud nõuded	3 487	8 211	7 290	6 287	3 511	3 119	2 189	1 836	1 514	1 890	1 607	1 956	2 055	866
<i>sh ettemaksed</i>	<i>418</i>	<i>1425</i>	<i>1464</i>	<i>1569</i>	<i>803</i>	<i>1182</i>	<i>995</i>	<i>827</i>	<i>693</i>	<i>431</i>	<i>208</i>	<i>209</i>	<i>229</i>	<i>205</i>
Varud	9 233	12 827	14 105	18 434	12 027	10 804	10 048	11 471	13 751	13 415	10 424	11 096	10 499	10 707
<b>Käibevara kokku</b>	<b>14 494</b>	<b>21 842</b>	<b>23 408</b>	<b>25 275</b>	<b>15 923</b>	<b>14 746</b>	<b>13 100</b>	<b>15 385</b>	<b>16 117</b>	<b>16 015</b>	<b>12 429</b>	<b>13 471</b>	<b>13 258</b>	<b>12 001</b>
<b>Põhivara</b>														
Investeering ühissettevõttesse	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Edasilükkunud tulumaksu vara	230	285	377	355	1 054	838	838	637	494	420	234	228	189	286
Muud pikaajalised varad	301	708	732	390	494	780	629	1 088	1 013	605	584	522	487	287
Kinnisvarainvesteeringud	1 738	1 507	719	8 570	6 602	7 069	8 549	0	0	0	0	0	0	0
Materiaalne põhivara	5 630	10 638	12 980	11 541	16 819	12 121	8 031	2 256	3 023	2 895	2 910	3 022	2 395	1 878
Immateriaalne põhivara	1 693	3 136	3 733	3 809	3 971	3 898	3 665	4 150	3 693	3 180	1 944	1 676	1 513	543
<b>Põhivara kokku</b>	<b>9 607</b>	<b>16 274</b>	<b>18 541</b>	<b>24 666</b>	<b>28 940</b>	<b>24 706</b>	<b>21 712</b>	<b>8 131</b>	<b>8 223</b>	<b>7 100</b>	<b>5 672</b>	<b>5 448</b>	<b>4 584</b>	<b>2 994</b>
<b>KOGUVARA</b>	<b>24 101</b>	<b>38 116</b>	<b>41 949</b>	<b>49 941</b>	<b>44 862</b>	<b>39 452</b>	<b>34 812</b>	<b>23 516</b>	<b>24 340</b>	<b>23 115</b>	<b>18 101</b>	<b>18 919</b>	<b>17 842</b>	<b>14 995</b>

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2005	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	31.12. 2009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018
<b>KOHUSTISED</b>														
<b>Lühiajalised kohustised</b>														
Võlakohustised	1 935	5 636	6 402	6 645	7 857	2 125	3 178	1 598	3 158	2 692	3 009	5 835	1 309	7 829
Võlad tarnijatele ja muud kohustised	4 878	9 250	8 268	13 290	10 186	6 981	6 785	7 005	7 503	7 019	6 709	6 923	5 984	5 934
<b>Lühiajal. kohustised kokku</b>	<b>6 813</b>	<b>14 886</b>	<b>14 670</b>	<b>19 935</b>	<b>18 043</b>	<b>9 107</b>	<b>9 963</b>	<b>8 603</b>	<b>10 661</b>	<b>9 711</b>	<b>9 718</b>	<b>12 758</b>	<b>7 293</b>	<b>13 763</b>
<b>Pikaajalised kohustised</b>														
Võlakohustised	3 998	3 786	5 389	10 762	14 888	17 953	15 144	4 702	2 171	4 584	3 312	1 196	5 363	1 165
Muud kohustised	0	0	202	140	7	37	83	25	0	83	283	0	0	0
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>3 998</b>	<b>3 786</b>	<b>5 591</b>	<b>10 902</b>	<b>14 895</b>	<b>17 990</b>	<b>15 227</b>	<b>4 727</b>	<b>2 171</b>	<b>4 667</b>	<b>3 595</b>	<b>1 196</b>	<b>5 363</b>	<b>1 165</b>
<b>KOHUSTISED KOKKU</b>	<b>10 811</b>	<b>18 672</b>	<b>20 261</b>	<b>30 837</b>	<b>32 938</b>	<b>27 096</b>	<b>25 190</b>	<b>13 330</b>	<b>12 832</b>	<b>14 378</b>	<b>13 313</b>	<b>13 954</b>	<b>12 656</b>	<b>14 928</b>
<b>OMAKAPITAL</b>														
Aktiivkapital nimiväärtuses	3 722	3 972	11 916	11 916	14 473	20 129	25 056	7 159	8 159	8 159	8 159	8 159	8 159	4 079
Ülekurs	3 176	3 776	0	0	67	1 332	89	63	684	809	496	496	496	0
Reservid	609	621	1 670	1 670	2 784	2 784	2 494	1 182	1 182	1 182	1 182	1 182	1 345	1 107
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	836	4 699	4 343	6 949	5 208	-4 961	-11 592	1 667	2 471	2 573	1 310	-5 049	-4 872	0
Perioodi puhaskasum (-kahjum)	4 644	5 584	2 606	-1 211	-10 169	-6 344	-5 863	804	102	-1 263	-6 359	177	58	-5 119
Valuutakursi muutuste reserv	264	276	520	-458	-601	-747	-727	-689	-1 090	-2 723	0	0	0	0
<b>Emaettevõtja aktsionäridele kuuluv omakapital kokku</b>	<b>13 250</b>	<b>18 929</b>	<b>21 055</b>	<b>18 866</b>	<b>11 762</b>	<b>12 194</b>	<b>9 457</b>	<b>10 186</b>	<b>11 508</b>	<b>8 737</b>	<b>4 788</b>	<b>4 965</b>	<b>5 186</b>	<b>67</b>
Vähemusosalus	40	515	633	237	162	162	165	0	0	0	0	0	0	0
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>13 290</b>	<b>19 444</b>	<b>21 688</b>	<b>19 104</b>	<b>11 924</b>	<b>12 356</b>	<b>9 622</b>	<b>10 186</b>	<b>11 508</b>	<b>8 737</b>	<b>4 788</b>	<b>4 965</b>	<b>5 186</b>	<b>67</b>
<b>KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>24 101</b>	<b>38 116</b>	<b>41 949</b>	<b>49 941</b>	<b>44 862</b>	<b>39 452</b>	<b>34 812</b>	<b>23 516</b>	<b>24 340</b>	<b>23 115</b>	<b>18 101</b>	<b>18 919</b>	<b>17 842</b>	<b>14 995</b>

Allikas: autori koostatud, aluseks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded 2005–2018)

#### Lisa 4. Konsolideeritud kasumiaruanded aastatel 2005–2018 (tuhandetes eurodes)

Kasumiaruande kirje/-rühm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Müügitulu</b>	<b>43 518</b>	<b>57 487</b>	<b>73 596</b>	<b>76 331</b>	<b>56 253</b>	<b>52 207</b>	<b>53 409</b>	<b>56 332</b>	<b>58 353</b>	<b>55 596</b>	<b>48 806</b>	<b>46 993</b>	<b>47 459</b>	<b>44 691</b>
<i>sh hulгимүүik</i>	7 700	9 600	9 300	8 500	4 400	3 000	2 700	3 000	3 300	5 000	5 000	6 000	6 300	4 400
Kliendiboonuste reserv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-300	-70	23	16	0
Müüdid kaupade kulu	-21 080	-26 135	-32 904	-35 822	-29 264	-25 171	-25 042	-25 615	-27 138	-26 934	-25 660	-23 519	-23 805	-23 155
<b>Brutokasum</b>	<b>22 438</b>	<b>31 353</b>	<b>40 691</b>	<b>40 509</b>	<b>26 989</b>	<b>27 036</b>	<b>28 367</b>	<b>30 717</b>	<b>31 215</b>	<b>28 362</b>	<b>23 076</b>	<b>23 497</b>	<b>23 670</b>	<b>21 536</b>
Turustuskulud	-13 275	-22 399	-33 402	-37 621	-32 000	-28 446	-27 095	-26 193	-27 446	-24 636	-21 010	-20 336	-20 630	-21 579
Üldhalduskulud	-5 447	-3 089	-3 893	-3 228	-2 842	-2 928	-2 864	-2 722	-2 869	-2 905	-2 603	-2 504	-2 387	-2 375
Muud äritulud	1 267	798	1 612	1 201	35	646	59	341	155	54	296	44	0	-2 229
Muud ärikulud	-195	-441	-883	-1 223	-2 109	-1 027	-2 917	-184	-404	-222	-54	0	-35	-16
<b>Ärikasum</b>	<b>4 787</b>	<b>6 221</b>	<b>4 126</b>	<b>-362</b>	<b>-9 926</b>	<b>-4 719</b>	<b>-4 450</b>	<b>1 959</b>	<b>651</b>	<b>653</b>	<b>-295</b>	<b>701</b>	<b>618</b>	<b>-4 663</b>
<b>Finantstulud (kulud)</b>	<b>-252</b>	<b>-386</b>	<b>-736</b>	<b>-935</b>	<b>-1 127</b>	<b>-1 206</b>	<b>-1 341</b>	<b>-903</b>	<b>-382</b>	<b>-460</b>	<b>-508</b>	<b>-519</b>	<b>-521</b>	<b>-553</b>
Finantstulud (kulud) investeeringutelt	22	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intressikulud	-346	-366	-578	-728	-1 067	-1 405	-1 236	-877	-333	-423	-475	-472	-499	-553
Kasum (kahjum) valuutakursi muutustest	41	-55	-153	-228	-64	193	-29	61	0	0	0	0	0	0
Muud finantstulud (kulud)	31	30	-5	21	4	7	-76	-87	-49	-37	-33	-47	-22	0
<b>Kasum enne tulumaksu</b>	<b>4 535</b>	<b>5 835</b>	<b>3 389</b>	<b>-1 297</b>	<b>-11 053</b>	<b>-5 925</b>	<b>-5 791</b>	<b>1 056</b>	<b>269</b>	<b>193</b>	<b>-803</b>	<b>182</b>	<b>97</b>	<b>-5 216</b>
Tulumaks	-274	-200	-587	-75	809	-407	-69	-251	-167	-127	-41	-5	-39	97
<b>Puhaskasum</b>	<b>4 262</b>	<b>5 634</b>	<b>2 802</b>	<b>-1 372</b>	<b>-10 244</b>	<b>-6 332</b>	<b>-5 860</b>	<b>805</b>	<b>102</b>	<b>66</b>	<b>-844</b>	<b>177</b>	<b>58</b>	<b>-5 119</b>
Lõpetatud tegevus- valdkondade puhaskahjum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1 329	-5 515	0	0	0
Vähemusosa osalus kasumis	-382	50	196	-161	-75	12	3	1	0	0	0	0	0	0
<b>Emaettevõtja aktsionäride osa kasumist</b>	<b>4 644</b>	<b>5 584</b>	<b>2 606</b>	<b>-1 211</b>	<b>-10 169</b>	<b>-6 344</b>	<b>-5 863</b>	<b>804</b>	<b>102</b>	<b>-1 263</b>	<b>-6 359</b>	<b>177</b>	<b>58</b>	<b>-5 119</b>

Allikas: autori koostatud, aluseks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded 2005–2018)

Märkused: Seoses Ukraina jaemüügi ärist väljumisega kajastatakse 2014. aastal Ukraina tulemlõpetatud tegevusvaldkonnana. Seoses Venemaa jaemüügi ärist väljumisega 2016. aastal on Venemaa jaeäri tulemlõpetatud tegevusvaldkonnana. 2014. ja 2015. aasta jätkuvate ja lõpetatud tegevusvaldkondade müügitulud kokku vastavalt 57,1 ja 53,3 mln eurot. (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded 2014–2015)

**Lisa 5. Konsolideeritud rahakäibe aruanded aastatel 2005–2018 (tuhandetes eurodes)**

Rahakäibe aruande kirje/-rühm	2 005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rahakäibe äritegevusest</b>														
Ärikasum	4 787	6 221	4 126	-362	-9 926	-4 719	-4 450	1 959	651	653	-295	701	618	-4663
Korrigeerimised:														
Põhivara kulum ning väärtuse langus	1 324	1 672	2 546	2 952	3 167	2 983	2 422	1 715	1 574	1 219	1 234	1 288	1230	1756
Kahjum (kasum) põhivara ja kinnisvarainvesteeringu müügist	86	-401	-882	100	838	518	160	34	31	-13	-14	15	27	363
Kahjum (kasum) kinnisvarainvesteeringu ümberhindlusest	-878	-280	-568	-1 134	306	0	500	0	0	0	0	0	0	0
Nõuete allahindlus	0	0	0	0	0	0	699	0	0	0	0	0	0	0
Valmistoodangu ja ostukauba omahinna hinnangu muutus	0	0	0	0	0	0	1 176	0	0	0	0	0	0	0
Lõpetatud tegevusvaldkonna kahjum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-180	-77	0	0	0
Muud mitterahalised kulud	40	20	452	97	302	-293	29	94	50	-443	-327	2	166	2570
Nõuded ostjatele ja muud nõuded saldo muutus	-1 467	-4 264	429	1 392	2 347	-61	174	445	317	-374	29	-293	-64	-872
Varude saldo muutus	64	-3 595	-1 278	-4 329	6 407	1 223	-420	-1 096	-2 444	-307	2 042	-672	597	-517
Võlad tarnijatele ja muud kohustised saldo muutus	1 284	3 414	-650	5 242	-3 222	-3 201	-221	-899	992	-672	-19	-283	-633	-50
<b>Kassapõhine ärikasum (-kahjum)</b>	<b>5 241</b>	<b>2 787</b>	<b>4 175</b>	<b>3 957</b>	<b>219</b>	<b>-3 551</b>	<b>69</b>	<b>2 252</b>	<b>1 171</b>	<b>-117</b>	<b>2 573</b>	<b>758</b>	<b>1 941</b>	<b>-1 413</b>
Makstud intressid	-277	-354	-479	-749	-1 049	-1 391	-1 239	-826	-301	-372	-300	-305	-267	-198
Makstud tulumaks	-194	-501	-261	-397	-55	-57	-143	-89	-18	-53	-12	0	0	0
Muud finantstulud (kulud)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0
<b>Kassapõhine puhaskasum (-kahjum)</b>	<b>4 769</b>	<b>1 932</b>	<b>3 434</b>	<b>2 811</b>	<b>-885</b>	<b>-5 000</b>	<b>-1 313</b>	<b>1 337</b>	<b>852</b>	<b>-542</b>	<b>2 261</b>	<b>460</b>	<b>1 674</b>	<b>-1 611</b>



Rahakäibe aruande kirje/-rühm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rahakäive investeerimistegevusest</b>														
Põhivara ja kinnisvara soetamine	-2311	-6657	-6516	-9492	-6473	-402	-137	-715	-2361	-1444	-1208	-1207	-420	-635
sh kapitalirendi tingimustel	700	371	421	270	241	43	0	0	0	0	0	0	0	0
sh äriühenduste käigus	0	-746	297	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Põhivara ja kinnisvara- investeeringu müük	26	735	3225	41	100	1548	71	73	80	100	6	50	7	5
Osaluse soetamine tütarettevõttes	0	-50	-364	-213	-152	0	0	-91	0	0	0	0	0	0
Saadud intressid	11	6	12	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Väärtpaberite müük	0	136	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Antud laenud	-96	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Antud laenude tagasimaksed	19	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mittejätkuvad tegevusvaldkonnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-8	-7	0	0	0
<b>Puhas rahakäive investeerimistegevusest</b>	<b>-1651</b>	<b>-6183</b>	<b>-2925</b>	<b>-9390</b>	<b>-6283</b>	<b>1190</b>	<b>-66</b>	<b>-733</b>	<b>-2281</b>	<b>-1352</b>	<b>-1209</b>	<b>-1157</b>	<b>-413</b>	<b>-630</b>

Rahakäibe aruande kirje/-rühm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rahakäive finantseerimistegevusest</b>														
Saadud laenud	0	1439	3236	7630	8418	1884	2193	2000	1000	0	0	1500	500	1000
Laenude tagasimaksud	-2394	-811	-1643	-1616	-1872	-2797	-2336	-1091	-2280	-1222	-985	-807	-1120	-632
Arvelduskrediidi saldo muutus	0	2039	992	1448	-1673	-1275	-1150	-382	1566	86	-226	194	-983	1697
Makstud kapitalirendi- ja järelmaksed	-42	-79	-589	-210	-299	-248	-218	-131	-39	-63	-153	-145	-201	-100
Makstud (eelisaktsiate) dividendid	-286	-768	-953	0	-22	-291	-49	0	0	0	0	0	0	0
Laekumine aktsiakapitali sissemaksetest	400	817	0	0	2556	6782	3010	0	0	0	0	0	0	0
Eelisaktsiaemissiooni tehingukulud	0	0	0	0	-55	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saadud vahetusvõlakirjade emissioonist	22	1933	1823	0	8	0	0	212	0	3000	0	0	863	0
Võlakirjade lunastamine	0	-1118	-2013	-1917	0	0	-1	0	-4	0	0	-24	-35	0
<b>Puhas rahakäive finantseerimistegevusest</b>	<b>-2300</b>	<b>3452</b>	<b>852</b>	<b>5335</b>	<b>7062</b>	<b>4055</b>	<b>1449</b>	<b>608</b>	<b>243</b>	<b>1801</b>	<b>-1364</b>	<b>718</b>	<b>-976</b>	<b>1965</b>
Valuutakursi muutuse mõju rahajäägile	41	-55	-153	-216	-64	193	-30	3	-40	-49	0	0	0	0
<b>Raha puhaskäive kokku</b>	<b>859</b>	<b>-854</b>	<b>1210</b>	<b>-1459</b>	<b>-169</b>	<b>438</b>	<b>40</b>	<b>1212</b>	<b>-1226</b>	<b>-142</b>	<b>-312</b>	<b>21</b>	<b>285</b>	<b>-276</b>
Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses	800	1659	804	2013	554	385	823	863	2078	852	710	398	419	704
<b>Raha ja raha ekvivalentide muutus</b>	<b>859</b>	<b>-854</b>	<b>1210</b>	<b>-1459</b>	<b>-169</b>	<b>438</b>	<b>40</b>	<b>1215</b>	<b>-1226</b>	<b>-142</b>	<b>-312</b>	<b>21</b>	<b>285</b>	<b>-276</b>
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	1659	804	2013	554	385	823	863	2078	852	710	398	419	704	428

Allikas: autori koostatud ja korrigeeritud, aluseks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded 2005–2018)

## Lisa 6. Bilansi struktuurianalüüs

Bilansi kirje/-rühm	31.12. 2005	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	31.12. 2009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018
<b>VARAD</b>														
<b>Käibevara</b>														
Raha ja pangakontod	7%	2%	5%	1%	1%	2%	2%	9%	4%	3%	2%	2%	4%	3%
Lühiajalised finantsvarad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Nõuded ostjatele ja muud nõuded	14%	22%	17%	13%	8%	8%	6%	8%	6%	8%	9%	10%	12%	6%
Varud	38%	34%	34%	37%	27%	27%	29%	49%	56%	58%	58%	59%	59%	71%
<b>Käibevara kokku</b>	<b>60%</b>	<b>57%</b>	<b>56%</b>	<b>51%</b>	<b>35%</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>65%</b>	<b>66%</b>	<b>69%</b>	<b>69%</b>	<b>71%</b>	<b>74%</b>	<b>80%</b>
<b>Põhivara</b>														
Investeering ühissettevõttesse	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Edasilükkunud tulumaksu vara	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	2%
Muud pikaajalised varad	1%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	2%
Kinnisvarainvesteeringud	7%	4%	2%	17%	15%	18%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Materiaalne põhivara	23%	28%	31%	23%	37%	31%	23%	10%	12%	13%	16%	16%	13%	13%
Immateriaalne põhivara	7%	8%	9%	8%	9%	10%	11%	18%	15%	14%	11%	9%	8%	4%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>40%</b>	<b>43%</b>	<b>44%</b>	<b>49%</b>	<b>65%</b>	<b>63%</b>	<b>62%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>	<b>20%</b>
<b>KOGUVARA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Bilansi kirje/-rühm	31.12. 2005	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	31.12. 2009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018
<b>KOHUSTISED</b>														
<b>Lühiajalised kohustised</b>														
Võlakohustised	8%	15%	15%	13%	18%	5%	9%	7%	13%	12%	17%	31%	7%	52%
Võlad tarnijatele ja muud kohustised	20%	24%	20%	27%	23%	18%	19%	30%	31%	30%	37%	37%	34%	40%
<b>Lühiajalised kohustised kokku</b>	<b>28%</b>	<b>39%</b>	<b>35%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>23%</b>	<b>29%</b>	<b>37%</b>	<b>44%</b>	<b>42%</b>	<b>54%</b>	<b>67%</b>	<b>41%</b>	<b>92%</b>
<b>Pikaajalised kohustised</b>														
Võlakohustised	17%	10%	13%	22%	33%	46%	44%	20%	9%	20%	18%	6%	30%	8%
Muud kohustised	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>17%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>22%</b>	<b>33%</b>	<b>46%</b>	<b>44%</b>	<b>20%</b>	<b>9%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>6%</b>	<b>30%</b>	<b>8%</b>
<b>KOHUSTISED KOKKU</b>	<b>45%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>62%</b>	<b>73%</b>	<b>69%</b>	<b>72%</b>	<b>57%</b>	<b>53%</b>	<b>62%</b>	<b>74%</b>	<b>74%</b>	<b>71%</b>	<b>100%</b>
<b>OMAKAPITAL</b>														
Aktiivkapital nimiväärtuses	15%	10%	28%	24%	32%	51%	72%	30%	34%	35%	45%	43%	46%	27%
Ülekurs	13%	10%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	3%	3%	3%	3%	3%	0%
Reservid	3%	2%	4%	3%	6%	7%	7%	5%	5%	5%	7%	6%	8%	7%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	3%	12%	10%	14%	12%	-13%	-33%	7%	10%	11%	7%	-27%	-27%	0%
Perioodi puhaskasum (-kahjum)	19%	15%	6%	-2%	-23%	-16%	-17%	3%	0%	-5%	-35%	1%	0%	-34%
Valuutakursi muutuste reserv	1%	1%	1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-4%	-12%	0%	0%	0%	0%
<b>Emaettevõtja aktsionäridele kuuluv omakapital kokku</b>	<b>55%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>38%</b>	<b>26%</b>	<b>31%</b>	<b>27%</b>	<b>43%</b>	<b>47%</b>	<b>38%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>	<b>0%</b>
Vähemusosalus	0%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>55%</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>	<b>38%</b>	<b>27%</b>	<b>31%</b>	<b>28%</b>	<b>43%</b>	<b>47%</b>	<b>38%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>	<b>0%</b>
<b>KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks bilansid lisa 3

## Lisa 7. Bilansi dünaamikaanalüüs

Bilansikirje/-rühm	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Absoluut (edaspidi Abs) juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo
<b>VARAD</b>														
<b>Käibevara</b>														
Raha ja pangakontod	-855	-52%	1 209	150%	-1 459	-72%	-169	-31%	438	114%	40	5%	1 215	141%
Lühiajalised finantsvarad	-116	-100%	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Nõuded ostjatele ja muud nõuded	4 724	135%	-921	-11%	-1 003	-14%	-2 776	-44%	-392	-11%	-930	-30%	-353	-16%
Varud	3 595	39%	1 278	10%	4 329	31%	-6 407	-35%	-1 223	-10%	-756	-7%	1 423	14%
<b>Käibevara kokku</b>	<b>7 348</b>	<b>51%</b>	<b>1 566</b>	<b>7%</b>	<b>1 867</b>	<b>8%</b>	<b>-9 352</b>	<b>-37%</b>	<b>-1 177</b>	<b>-7%</b>	<b>-1 646</b>	<b>-11%</b>	<b>2 285</b>	<b>17%</b>
<b>Põhivara</b>														
Edasilükkunud tulumaksu vara	55	24%	92	32%	-22	-6%	699	197%	-215	-20%	0	0%	-201	-24%
Muud pikaajalised varad	407	135%	24	3%	-342	-47%	104	27%	286	58%	-151	-19%	459	73%
Kinnisvara-investeeringud	-231	-13%	-788	-52%	7 851	1092%	-1 969	-23%	468	7%	1 480	21%	-8 549	-100%
Materiaalne põhivara	5 008	89%	2 342	22%	-1 439	-11%	5 278	46%	-4 699	-28%	-4 090	-34%	-5 775	-72%
Immateriaalne põhivara	1 443	85%	597	19%	76	2%	162	4%	-73	-2%	-233	-6%	485	13%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>6 667</b>	<b>69%</b>	<b>2 267</b>	<b>14%</b>	<b>6 125</b>	<b>33%</b>	<b>4 274</b>	<b>17%</b>	<b>-4 234</b>	<b>-15%</b>	<b>-2 994</b>	<b>-12%</b>	<b>-13 581</b>	<b>-63%</b>
<b>KOGUVARA</b>	<b>14 015</b>	<b>58%</b>	<b>3 833</b>	<b>10%</b>	<b>7 992</b>	<b>19%</b>	<b>-5 078</b>	<b>-10%</b>	<b>-5 410</b>	<b>-12%</b>	<b>-4 640</b>	<b>-12%</b>	<b>-11 296</b>	<b>-32%</b>

Bilansikirje/-rühm	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv (tuh €)	Juurde- kasvu- tempo
<b>KOHUSTISED</b>														
<b>Lühiajalised kohustised</b>														
Võlakohustised	3 701	191%	766	14%	243	4%	1 213	18%	-5 732	-73%	1 053	50%	-1 580	-50%
Võlad tarnijatele ja muud kohustised	4 373	90%	-983	-11%	5 022	61%	-3 104	-23%	-3 205	-31%	-196	-3%	220	3%
<b>Lühiajalised kohustised kokku</b>	<b>8 073</b>	<b>119%</b>	<b>-216</b>	<b>-1%</b>	<b>5 265</b>	<b>36%</b>	<b>-1 892</b>	<b>-9%</b>	<b>-8 937</b>	<b>-50%</b>	<b>856</b>	<b>9%</b>	<b>-1 360</b>	<b>-14%</b>
<b>Pikaajalised kohustised</b>														
Võlakohustised	-212	-5%	1 603	42%	5 373	100%	4 126	38%	3 065	21%	-2 809	-16%	-10 442	-69%
Muud kohustised	0	N/A	202	N/A	-62	-31%	-133	-95%	29	404%	46	126%	-58	-70%
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>-212</b>	<b>-5%</b>	<b>1 805</b>	<b>48%</b>	<b>5 311</b>	<b>95%</b>	<b>3 993</b>	<b>37%</b>	<b>3 095</b>	<b>21%</b>	<b>-2 763</b>	<b>-15%</b>	<b>-10 500</b>	<b>-69%</b>
<b>KOHUSTISED KOKKU</b>	<b>7 861</b>	<b>73%</b>	<b>1 589</b>	<b>9%</b>	<b>10 576</b>	<b>52%</b>	<b>2 101</b>	<b>7%</b>	<b>-5 842</b>	<b>-18%</b>	<b>-1 906</b>	<b>-7%</b>	<b>-11 860</b>	<b>-47%</b>

Bilansikirje/-rühm	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo	Abs juurde kasv (tuh €)	Juurde kasv tempo
<b>OMAKAPITAL</b>														
Aktiikapital nimiväärtuses	251	7%	7 944	200%	0	0%	2 556	21%	5 656	39%	4 927	24%	-17 897	-71%
Ülekurss	601	19%	-3 776	-100%	0	N/A	67	N/A	1 265	1887%	-1 243	-93%	-26	-29%
Reservid	12	2%	1 049	169%	0	0%	1 114	67%	0	0%	-290	-10%	-1 312	-53%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	3 863	462%	-356	-8%	2 606	60%	-1 741	-25%	-10 169	-195%	-6 631	N/A	13 259	N/A
Perioodi puhaskasum (-kahjum)	940	20%	-2 978	-53%	-3 817	-146%	-8 958	N/A	3 824	N/A	481	N/A	6 667	N/A
Valuutakursi muutuste reserv	12	5%	244	88%	-978	-188%	-143	N/A	-145	N/A	20	N/A	38	N/A
<b>Emaettevõtja aktsionäridele kuuluv omakapital kokku</b>	5 679	43%	2 126	11%	-2 189	-10%	-7 104	-38%	432	4%	-2 737	-22%	729	8%
Vähemusalus	475	1184%	118	23%	-396	-63%	-75	-32%	0	0%	3	2%	-165	-100%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	6 154	46%	2 244	12%	-2 585	-12%	-7 179	-38%	432	4%	-2 734	-22%	564	6%
<b>KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	14 015	58%	3 833	10%	7 992	19%	-5 078	-10%	-5 410	-12%	-4 640	-12%	-11 296	-32%

Bilansikirje/-rühm	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs Juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs Juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs Juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo
<b>VARAD</b>												
<b>Käibevara</b>												
Raha ja pangakontod	-1226	-59%	-142	-17%	-312	-44%	21	5%	285	68%	-276	-39%
Lühiajalised finantsvarad	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Nõuded ostjatele ja muud nõuded	-322	-18%	376	25%	-283	-15%	349	22%	99	5%	-1189	-58%
Varud	2280	20%	-336	-2%	-2991	-22%	672	6%	-597	-5%	208	2%
<b>Käibevara kokku</b>	<b>732</b>	<b>5%</b>	<b>-102</b>	<b>-1%</b>	<b>-3586</b>	<b>-22%</b>	<b>1042</b>	<b>8%</b>	<b>-213</b>	<b>-2%</b>	<b>-1257</b>	<b>-9%</b>
<b>Põhivara</b>												
Edasilükkunud tulumaksu vara	-143	-22%	-74	-15%	-186	-44%	-6	-3%	-39	-17%	97	51%
Muud pikaajalised varad	-75	-7%	-408	-40%	-21	-3%	-62	-11%	-35	-7%	-200	-41%
Kinnisvara-investeeringud	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Materiaalne põhivara	767	34%	-128	-4%	15	1%	112	4%	-627	-21%	-517	-22%
Immateriaalne põhivara	-457	-11%	-513	-14%	-1236	-39%	-268	-14%	-163	-10%	-970	-64%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>92</b>	<b>1%</b>	<b>-1123</b>	<b>-14%</b>	<b>-1428</b>	<b>-20%</b>	<b>-224</b>	<b>-4%</b>	<b>-864</b>	<b>-16%</b>	<b>-1590</b>	<b>-35%</b>
<b>KOGUVARA</b>	<b>824</b>	<b>4%</b>	<b>-1225</b>	<b>-5%</b>	<b>-5014</b>	<b>-22%</b>	<b>818</b>	<b>5%</b>	<b>-1077</b>	<b>-6%</b>	<b>-2847</b>	<b>-16%</b>



Bilansikirje/-rühm	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Abs Juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo	Abs juurde- kasv	Juurde- kasvu- tempo
<b>KOHUSTISED</b>												
<b>Lühiajalised kohustised</b>												
Võlakohustised	1560	98%	-466	-15%	317	12%	2826	94%	-4526	-78%	6520	498%
Võlad tarnijatele ja muud kohustised	498	7%	-484	-6%	-310	-4%	214	3%	-939	-14%	-50	-1%
<b>Lühiajalised kohustised kokku</b>	<b>2058</b>	<b>24%</b>	<b>-950</b>	<b>-9%</b>	<b>7</b>	<b>0%</b>	<b>3040</b>	<b>31%</b>	<b>-5465</b>	<b>-43%</b>	<b>6470</b>	<b>89%</b>
<b>Pikaajalised kohustised</b>												
Võlakohustised	-2531	-54%	2413	111%	-1272	-28%	-2116	-64%	4167	348%	-4198	-78%
Muud kohustised	-25	-100%	83	N/A	200	241%	-283	-100%	0	N/A	0	N/A
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>-2556</b>	<b>-54%</b>	<b>2496</b>	<b>115%</b>	<b>-1072</b>	<b>-23%</b>	<b>-2399</b>	<b>-67%</b>	<b>4167</b>	<b>348%</b>	<b>-4198</b>	<b>-78%</b>
<b>KOHUSTISED KOKKU</b>	<b>-498</b>	<b>-4%</b>	<b>1546</b>	<b>12%</b>	<b>-1065</b>	<b>-7%</b>	<b>641</b>	<b>5%</b>	<b>-1298</b>	<b>-9%</b>	<b>2272</b>	<b>18%</b>
<b>OMAKAPITAL</b>												
Aktiakapital nimiväärtuses	1000	14%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-4080	-50%
Ülekurss	621	986%	125	18%	-313	-39%	0	0%	0	0%	-496	-100%
Reservid	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	163	14%	-238	-18%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	804	48%	102	4%	-1263	-49%	-6359	-485%	177	-4%	4872	-100%
Perioodi puhaskasum (-kahjum)	-702	-87%	-1365	-1338%	-5096	403%	6536	-103%	-119	-67%	-5177	-8926%
Valuutakursi muutuste reserv	-401	58%	-1633	150%	2723	-100%	0	N/A	0	N/A	0	N/A
<b>Emaettevõtja aktsionäridele kuuluv omakapital kokku</b>	<b>1322</b>	<b>13%</b>	<b>-2771</b>	<b>-24%</b>	<b>-3949</b>	<b>-45%</b>	<b>177</b>	<b>4%</b>	<b>221</b>	<b>4%</b>	<b>-5119</b>	<b>-99%</b>
Vähemusosalus	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>1322</b>	<b>13%</b>	<b>-2771</b>	<b>-24%</b>	<b>-3949</b>	<b>-45%</b>	<b>177</b>	<b>4%</b>	<b>221</b>	<b>4%</b>	<b>-5119</b>	<b>-99%</b>
<b>KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>824</b>	<b>4%</b>	<b>-1225</b>	<b>-5%</b>	<b>-5014</b>	<b>-22%</b>	<b>818</b>	<b>5%</b>	<b>-1077</b>	<b>-6%</b>	<b>-2847</b>	<b>-16%</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks bilansid lisa 3

Märkused:

1. Lühendit N/A (ingl. k. *not allowed*) kasutatud juhul, kui aritmeetiliselt ei ole võimalik näitajat arvutada või kui näitaja märk on ebaloogiline (autor on lähtunud sisust, mitte aritmeetikast).

## Lisa 8. Kasumiaruande struktuurianalüüs

Kasumiaruande kirje/-rühm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Müügitulu</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Kliendiboonuste reserv	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%
Müüdnud kaupade kulu	-48%	-45%	-45%	-47%	-52%	-48%	-47%	-45%	-47%	-48%	-53%	-50%	-50%	-52%
<b>Brutokasum</b>	<b>52%</b>	<b>55%</b>	<b>55%</b>	<b>53%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>53%</b>	<b>51%</b>	<b>47%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>48%</b>
Turustuskulud	-31%	-39%	-45%	-49%	-57%	-54%	-51%	-46%	-47%	-44%	-43%	-43%	-43%	-48%
Üldhalduskulud	-13%	-5%	-5%	-4%	-5%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Muud äritulud	3%	1%	2%	2%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	-5%
Muud ärikulud	0%	-1%	-1%	-2%	-4%	-2%	-5%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ärikasum</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>6%</b>	<b>0%</b>	<b>-18%</b>	<b>-9%</b>	<b>-8%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>-10%</b>
<b>Finantstulud (kulud)</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>	<b>-2%</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>
Finantstulud (kulud) investeringutelt	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Intressikulud	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-3%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Kasum (kahjum) valuutakursi muutustest	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Muud finantstulud (kulud)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kasum enne tulumaksu</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>-2%</b>	<b>-20%</b>	<b>-11%</b>	<b>-11%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-12%</b>
Tulumaks	-1%	0%	-1%	0%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Puhaskasum</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>4%</b>	<b>-2%</b>	<b>-18%</b>	<b>-12%</b>	<b>-11%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-11%</b>
Lõpetatud tegevusvaldkondade puhaskahjum	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-2%	-11%	0%	0%	0%
Vähemusosa osalus kasumis	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Emettevõtja aktsionäride osa kasumist</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>4%</b>	<b>-2%</b>	<b>-18%</b>	<b>-12%</b>	<b>-11%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>-13%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-11%</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks kasumiaruanded lisa 4

## Lisa 9. Kasumiaruande dünaamikaanalüüs

Kasumiaruande kirje/-rühm	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo	Abs juurde-kasv	Juurde-kasvu-tempo
<b>Müügitulu</b>	13 969	32%	16 108	28%	2 735	4%	-20 078	-26%	-4 046	-7%	1 202	2%	2 923	5%
Kliendiboonuste reserv	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Müüdid kaupade omamaksumus	5 055	24%	6 770	26%	2 917	9%	-6 557	-18%	-4 093	-14%	-129	-1%	573	2%
<b>Brutokasum</b>	8 915	40%	9 339	30%	-182	0%	-13 520	-33%	47	0%	1 331	5%	2 350	8%
Turustuskulud	9 124	69%	11 002	49%	4 220	13%	-5 622	-15%	-3 553	-11%	-1 351	-5%	-902	-3%
Üldhalduskulud	-2 358	-43%	804	26%	-665	-17%	-386	-12%	86	3%	-64	-2%	-142	-5%
Muud äritulud	-469	-37%	814	102%	-411	-25%	-1 166	-97%	611	1741%	-587	-91%	282	478%
Muud ärikulud	246	126%	442	100%	340	39%	885	72%	-1 081	-51%	1 890	184%	-2 733	-94%
<b>Ärikasum</b>	1 433	30%	-2 095	-34%	-4 488	-109%	-9 564	N/A	5 207	N/A	269	N/A	6 409	-144%
<b>Finantskulud</b>	134	53%	351	91%	198	27%	192	21%	79	7%	135	11%	-438	-33%
sh intressikulud	20	6%	212	58%	149	26%	340	47%	338	32%	-169	-12%	-359	-29%
<b>Kasum enne tulumaksu</b>	1 300	29%	-2 446	-42%	-4 686	-138%	-9 756	N/A	5 128	N/A	134	N/A	6 847	N/A
Tulumaks	-73	-27%	387	193%	-512	-87%	-884	-1175%	1 216	N/A	-338	-83%	182	264%
<b>Puhaskasum</b>	1 373	32%	-2 832	-50%	-4 174	-149%	-8 872	N/A	3 912	N/A	472	N/A	6 665	N/A
Lõpetatud tegevusvaldkondade puhaskahjum	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Vähemusosa osalus kasumis	432	N/A	146	292%	-357	-182%	86	N/A	87	N/A	-9	-76%	-2	-67%
<b>Maettevõtja aktsionäride osa kasumist</b>	940	20%	-2 978	-53%	-3 817	-146%	-8 958	N/A	3 824	N/A	481	N/A	6 667	N/A

Kasumiaruande kirje/-rühm	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Abs juurdekasv	Juurdekasvu-tempo	Abs juurdekasv	Juurdekasvu-tempo	Abs juurdekasv	Juurdekasvu-tempo	Abs juurdekasv	Juurdekasvu-tempo	Abs juurdekasv	Juurdekasvu-tempo	Abs juurdekasv	Juurdekasvu-tempo
<b>Müügitulu</b>	2 021	4%	-2 757	-5%	-6 790	-12%	-1 813	-4%	466	1%	-2 768	-6%
Kliendiboonuste reserv	0	N/A	-300	N/A	230	N/A	93	N/A	-7	-30%	-16	-100%
Müüdnud kaupade omamaksumus	1 523	6%	-204	-1%	-1 274	-5%	-2 141	-8%	286	1%	-650	-3%
<b>Brutokasum</b>	498	2%	-2 853	-9%	-5 286	-19%	421	2%	173	1%	-2 134	-9%
Turustuskulud	1 253	5%	-2 810	-10%	-3 626	-15%	-674	-3%	294	1%	949	5%
Üldhalduskulud	147	5%	36	1%	-302	-10%	-99	-4%	-117	-5%	-12	-1%
Muud äritulud	-186	-55%	-101	-65%	242	448%	-252	-85%	-44	-100%	-2 229	N/A
Muud ärikulud	220	120%	-182	-45%	-168	-76%	-54	-100%	35	N/A	-19	-54%
<b>Ärikasum</b>	-1 308	-67%	2	0%	-948	-145%	996	N/A	-83	-12%	-5 281	-855%
<b>Finantskulud</b>	-521	-58%	78	20%	48	10%	11	2%	2	0%	32	6%
sh intressikulud	-544	-62%	90	27%	52	12%	-3	-1%	27	6%	54	11%
<b>Kasum enne tulumaksu</b>	-787	-75%	-76	-28%	-996	-516%	985	N/A	-85	-47%	-5 313	-5477%
Tulumaks	-84	-33%	-40	-24%	-86	-68%	-36	-88%	34	680%	-136	-349%
<b>Puhaskasum</b>	-703	-87%	-36	-35%	-910	-1379%	1 021	N/A	-119	-67%	-5 177	-8926%
Lõpetatud tegevusvaldkondade puhaskahjum	0	N/A	-1 329	N/A	-4 186	N/A	5515	N/A	0	N/A	0	N/A
Vähemusosa osalus kasumis	-1	-100%	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
<b>Emettevõtja aktsionäride osa kasumist</b>	-702	-87%	-1 365	-1338%	-5 096	N/A	6 536	N/A	-119	-67%	-5 177	-8926%

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks kasumiaruanded lisa 4

Märkused:

1. Lühendit N/A (ingl. k. *not allowed*) kasutatud juhul, kui aritmeetiliselt ei ole võimalik näitajat arvutada või kui näitaja märk on ebaloogiline (autor on lähtunud sisust, mitte aritmeetikast).

## Lisa 10. Jaeäri müügiefektiivsused riikide lõikes

Aasta	Eesti			Läti			Leedu			Poola		
	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )
2005	2 999	9,8	272	1 414	4,7	277	3 588	8,3	193	1 699	2,5	123
2006	3 341	12,9	322	1 724	6,8	329	3 632	11,4	262	1 373	2,2	134
2007	3 842	15,8	343	2 770	9,3	280	4 458	14,8	277	1 047	1,9	151
2008	4 123	15,3	309	3 550	9,6	225	5 642	15,5	229	1 248	2,2	147
2009	4 939	12,3	208	3 368	6,7	166	6 487	12,0	154	1 328	1,9	119
2010	5 703	13,0	190	3 212	6,4	166	6 377	9,9	129	1 111	1,5	113
2011	5 732	14,7	214	3 371	7,6	188	5 700	9,9	145	-	-	-
2012	6 038	16,3	225	3 400	8,9	218	5 546	10,9	164	-	-	-
2013	6 676	18,3	228	3 584	9,7	226	5 574	11,1	166	-	-	-
2014	6 934	18,5	222	3 918	11,4	243	5 642	12,3	182	-	-	-
2015	7 147	19,4	226	3 973	11,2	235	5 683	12,1	177	-	-	-
2016	7 549	18,6	205	3 912	10,2	217	5 643	10,9	161	-	-	-
2017	7 964	19,1	200	3 893	10,1	216	5 532	10,3	155	-	-	-
2018	8 112	18,2	187	3 957	10,0	211	5 526	10,0	151	-	-	-

Aasta	Venemaa			Ukraina			Tšehhi			Soome		
	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )	Jaemüügi- pind m <sup>2</sup> (aasta keskmine)	Müügi- tulu (mln eurot)	Müügi- efektiivsus kuus (müük/m <sup>2</sup> )
2005	1 228	3,3	224	1 808	6,3	290	-	-	-	-	-	-
2006	3 152	5,5	145	2 944	8,2	232	-	-	-	-	-	-
2007	5 435	11,1	170	4 144	10,0	201	496	0,2	34	-	-	-
2008	5 955	12,5	175	4 451	11,5	215	926	1,1	99	-	-	-
2009	5 812	10,3	148	4 589	7,7	140	-	-	-	-	-	-
2010	5 343	10,6	165	3 918	7,2	153	-	-	-	-	-	-
2011	5 010	10,5	175	3 449	6,7	162	-	-	-	-	-	-
2012	4 382	9,8	186	3 296	6,7	169	-	-	-	-	-	-
2013	3 969	8,9	187	3 226	6,5	168	-	-	-	-	-	-
2014	3 844	7,7	167	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2015	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105
2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks (Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanded 2005–2018)

## Lisa 11. Valemid

Valemi nimetus	Valem
<b>Lühiajalise maksevõime näitajad</b>	
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja (korda)	käibevara / lühiajalised kohustised
Kiire maksevalmiduse kordaja (korda)	(käibevara – varud – ettemaksed) / lühiajalised kohustised
Puhaskäibekapital (eurot)	käibevara – lühiajalised kohustised
<b>Pikaajalise maksevõime näitajad</b>	
Võlakordaja (korda)	kohustised / kogupassiva
Omakapitali võlasiduvus (korda)	kohustised / omakapital
Intressikulude kattekordaja (korda)	(kasum enne tulumaksustamist + intressikulu) / intressikulu
<b>Vara kasutamise efektiivsuse näitajad</b>	
Vara tulusiduvus (korda aastas)	müügitulu / koguvara (perioodi kronoloogiline keskmine)
Varude tulusiduvus (korda aastas)	müügitulu / varud (perioodi kronoloogiline keskmine)
Materiaalse põhivara tulusiduvus (korda aastas)	müügitulu / materiaalne põhivara (perioodi kronoloogiline keskmine)
<b>Toimimisenäitajad</b>	
Varude käibekordaja (korda aastas)	müüdnud kaupade omamaksumus / varud (perioodi kronoloogiline keskmine)
Varu kuluvälde (päeva)	365 / varude käibekordaja
Tarnijate arvete kuluvälde (päeva)	võlad tarnijatele (perioodi kronoloogiline keskmine) / müüdnud kaupade omamaksumus × 365
Ostjate arvete käibevälde (päeva)	nõuded ostjatele (perioodi kronoloogiline keskmine) / hulгимüügi tulu × 365
<b>Rentaablusnäitajad</b>	
Vara puhasrentaablus, ROA (%)	puhaskasum / koguvara (perioodi kronoloogiline keskmine) × 100
Omakapitali puhasrentaablus, ROE (%)	puhaskasum / omakapital (perioodi kronoloogiline keskmine) × 100
Rakendatud kapitali ärikasumisiduvus, ROCE (%)	Ärikasum / rakendatud kapital (perioodi kronoloogiline keskmine) × 100 <sup>15</sup>
Müügitulu brutorentaablus (%)	brutokasum / müügitulu × 100
Müügitulu ärientaablus (%)	ärikasum / müügitulu × 100
Müügitulu puhasrentaablus (%)	puhaskasum / müügitulu × 100
<b>Aktsiate väärtusnäitajad</b>	
Kasum aktsia kohta (EPS) (eurot)	puhaskasum (emaettevõtja osa) / kaalutud keskmine aktsiate arv
P/E suhe (korda)	aktsia hind (a. lõpp) / kasum aktsia kohta
P/B suhe (korda)	aktsia hind (a. lõpp) / aktsia bilansiline väärtus

Allikas: autori koostatud, aluseks (Alver, Alver 2011a; Alver, Alver 2011b; Gibson 2011; Palepu, Healy 2013, Schmidlin 2014)

<sup>15</sup> Olgu märgitud, et rakendatud kapitali ja sellest tulenevalt ka rakendatud kapitali ärikasumisiduvust on erialakirjanduses defineeritud erinevalt. Siin toodud valem on üks enamkasutatavaid.

## Lisa 12. Arvutustes kasutatud kvartaalsed andmed

Kvartal	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>VARUD</b>														
I kvartal	9 110	9 577	13 325	14 661	17 704	11 757	10 209	9 146	11 455	12 410	13 581	10 548	11 090	10 127
II kvartal	9 369	10 942	14 710	18 107	14 438	10 792	12 887	11 501	13 175	14 056	13 269	11 859	11 900	11 490
III kvartal	8 466	11 715	14 219	18 467	13 751	11 154	13 678	11 838	14 457	13 967	12 388	11 271	10 716	11 251
IV kvartal	9 233	12 827	14 105	18 434	12 027	10 804	10 048	11 471	13 751	13 415	10 424	11 096	10 499	10 707
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>9 002</b>	<b>11 286</b>	<b>14 215</b>	<b>17 707</b>	<b>14 352</b>	<b>11 076</b>	<b>12 231</b>	<b>11 216</b>	<b>13 412</b>	<b>13 645</b>	<b>12 553</b>	<b>11 317</b>	<b>11 137</b>	<b>11 053</b>

<b>VÕLAD TARNIJATELE</b>														
I kvartal	1 728	2 771	5 082	5 412	11 463	7 511	4 994	3 181	3 598	4 584	4 565	2 860	2 543	2 461
II kvartal	2 035	3 931	5 520	7 838	8 906	4 127	6 938	5 085	4 105	5 395	4 205	4 233	3 866	3 047
III kvartal	1 665	5 483	5 563	8 807	8 173	4 913	7 515	4 813	5 938	3 305	4 380	2 981	2 617	2 785
IV kvartal	2 862	6 170	4 624	9 711	7 104	4 355	3 945	4 162	4 966	3 969	3 640	3 259	2 994	3 065
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>1 998</b>	<b>4 628</b>	<b>5 312</b>	<b>8 069</b>	<b>8 788</b>	<b>4 991</b>	<b>6 308</b>	<b>4 523</b>	<b>4 775</b>	<b>4 326</b>	<b>4 229</b>	<b>3 425</b>	<b>3 084</b>	<b>2 865</b>

<b>NÕUDED OSTJATELE</b>														
I kvartal	2 636	4 543	6 125	4 551	3 271	2 064	1 280	592	764	756	1 697	1 433	1 890	2 482
II kvartal	1 952	3 840	5 373	4 316	2 091	1 610	1 194	430	754	776	1 395	1 569	2 049	2 363
III kvartal	3 316	5 591	6 398	4 789	2 617	1 678	1 226	897	1 162	1 380	1 814	2 169	2 894	2 898
IV kvartal	2 529	5 522	4 547	3 128	1 865	1 253	533	680	755	1 456	1 186	1 467	1 628	397
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>2 617</b>	<b>4 821</b>	<b>5 702</b>	<b>4 315</b>	<b>2 425</b>	<b>1 649</b>	<b>1 109</b>	<b>654</b>	<b>892</b>	<b>1 087</b>	<b>1 550</b>	<b>1 729</b>	<b>2 234</b>	<b>2 234</b>



Kvartal	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>KOGUVARA</b>														
I kvartal	20 558	26 251	40 134	42 640	50 091	43 768	37 636	32 953	23 036	21 954	23 897	18 413	19 403	17 918
II kvartal	20 329	30 738	40 664	47 453	48 078	43 823	39 915	35 069	24 306	23 646	23 506	19 442	19 811	19 008
III kvartal	21 563	35 031	41 877	51 183	47 463	41 782	40 152	23 457	26 234	24 361	22 676	19 652	19 340	19 528
IV kvartal	24 102	38 117	41 949	49 941	44 862	39 452	34 812	23 516	24 340	23 115	18 101	18 919	17 842	14 995
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>21 407</b>	<b>32 651</b>	<b>41 194</b>	<b>48 309</b>	<b>47 673</b>	<b>42 405</b>	<b>38 764</b>	<b>28 920</b>	<b>24 743</b>	<b>23 514</b>	<b>22 394</b>	<b>19 253</b>	<b>19 258</b>	<b>18 331</b>
<b>MATERIAALNE PÕHIVARA</b>														
I kvartal	4 782	6 483	9 045	13 493	10 842	15 307	11 539	7 678	2 810	2 809	3 151	2 970	2 901	2 200
II kvartal	4 620	8 341	10 251	15 016	10 771	14 278	11 030	2 330	2 800	2 791	3 257	3 027	2 733	2 122
III kvartal	5 089	9 902	11 096	16 859	10 496	13 413	10 506	2 224	3 016	2 823	3 190	3 093	2 519	1 963
IV kvartal	5 630	10 638	12 980	11 541	16 819	12 121	8 031	2 256	3 023	2 895	2 910	3 022	2 395	1 986
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>4 972</b>	<b>8 935</b>	<b>10 787</b>	<b>14 797</b>	<b>11 699</b>	<b>13 802</b>	<b>10 440</b>	<b>3 174</b>	<b>2 911</b>	<b>2 822</b>	<b>3 159</b>	<b>3 039</b>	<b>2 633</b>	<b>2 059</b>
<b>OMAKAPITAL</b>														
I kvartal	9 474	15 144	20 998	20 908	14 650	9 926	10 158	8 657	9 634	8 831	7 990	4 295	4 375	4 204
II kvartal	10 599	15 739	20 420	22 000	12 482	15 677	9 821	8 694	11 676	9 290	8 023	4 641	4 574	4 331
III kvartal	11 744	17 153	21 188	22 743	12 936	13 550	11 250	9 053	10 885	9 274	6 987	4 345	4 266	3 517
IV kvartal	13 291	19 445	21 688	19 104	11 924	12 356	9 622	10 186	11 508	8 737	4 788	4 965	5 186	67
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>11 242</b>	<b>16 729</b>	<b>20 984</b>	<b>21 583</b>	<b>12 902</b>	<b>13 456</b>	<b>10 320</b>	<b>9 056</b>	<b>11 044</b>	<b>9 116</b>	<b>7 133</b>	<b>4 539</b>	<b>4 540</b>	<b>3 328</b>

Kvartal	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>LÜHIAJALISED KOHUSTISED</b>														
3 kuud	8 148	7 103	12 944	13 533	22 394	20 369	9 655	9 216	7 913	9 416	9 380	10 515	14 051	8 397
6 kuud	5 752	10 268	13 893	16 357	21 991	15 321	12 448	10 793	8 444	10 342	8 969	11 191	14 013	9 404
9 kuud	5 149	12 743	13 815	17 813	18 780	15 947	12 401	8 441	10 785	8 049	12 097	13 801	9 658	14 660
12 kuud	6 813	14 886	14 670	19 935	18 043	9 107	9 963	8 603	10 661	9 711	9 718	12 758	7 293	13 763
<b>Krono- loogiline keskmine</b>	<b>6 127</b>	<b>11 335</b>	<b>13 838</b>	<b>16 968</b>	<b>20 330</b>	<b>15 335</b>	<b>11 553</b>	<b>9 381</b>	<b>9 505</b>	<b>9 318</b>	<b>10 205</b>	<b>12 210</b>	<b>11 448</b>	<b>11 715</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks (Konsolideerimisgrupi vahearanded 2005–2018)

### Lisa 13. Altmani mudelite arvutused

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
X <sub>1</sub>	0,32	0,18	0,21	0,11	-0,05	0,14	0,09	0,29	0,22	0,27	0,15	0,04	0,33	-0,12
X <sub>2</sub>	0,03	0,12	0,10	0,14	0,12	-0,13	-0,33	0,07	0,10	0,11	0,07	-0,27	-0,27	-0,00
X <sub>3</sub>	0,22	0,16	0,09	-0,01	-0,22	-0,11	-0,13	0,08	0,02	-0,03	-0,32	0,03	0,03	-0,31
X <sub>4</sub>	7,00	7,39	3,59	0,68	0,41	1,16	0,42	1,54	1,74	1,31	1,05	0,82	0,82	0,45
X <sub>4</sub> *	1,23	1,04	1,07	0,62	0,36	0,46	0,38	0,76	0,90	0,61	0,36	0,36	0,41	0,00
X <sub>5</sub>	1,81	1,51	1,75	1,53	1,25	1,32	1,53	2,40	2,40	2,47	2,94	2,48	2,66	2,98

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks tabel 3 ja lisad 4, 12

Märkused:

1. Näitajad X<sub>1</sub>, X<sub>2</sub> ja X<sub>3</sub> on kõikides Altmani pankrotiohu mudelites samad. X<sub>4</sub> on kasutusel esimeses ning X<sub>4</sub>\* teises ja kolmandas mudelis. X<sub>5</sub> on kasutusel vaid esimeses ja teises mudelis.

Altmani esimene pankrotiohu mudel  $Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1,2 × X <sub>1</sub>	0,38	0,22	0,25	0,13	-0,06	0,17	0,11	0,35	0,27	0,33	0,18	0,05	0,40	-0,14
1,4 × X <sub>2</sub>	0,05	0,17	0,14	0,19	0,16	-0,18	-0,47	0,10	0,14	0,16	0,10	-0,37	-0,38	0,00
3,3 × X <sub>3</sub>	0,72	0,53	0,30	-0,03	-0,73	-0,38	-0,43	0,27	0,08	-0,10	-1,07	0,11	0,11	-1,03
0,6 × X <sub>4</sub>	4,20	4,43	2,15	0,41	0,25	0,69	0,25	0,92	1,04	0,79	0,63	0,49	0,49	0,27
0,999 × X <sub>5</sub>	1,80	1,51	1,75	1,53	1,25	1,32	1,53	2,39	2,40	2,47	2,94	2,48	2,66	2,98
<b>Z-skoor</b>	<b>7,16</b>	<b>6,87</b>	<b>4,60</b>	<b>2,23</b>	<b>0,88</b>	<b>1,63</b>	<b>1,00</b>	<b>4,03</b>	<b>3,93</b>	<b>3,64</b>	<b>2,79</b>	<b>2,76</b>	<b>3,28</b>	<b>2,08</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks tabel 3 ja lisad 4, 12

Altmani teine pankrotiohu mudel  $Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
$0,71 \times X_1$	0,23	0,13	0,15	0,08	-0,03	0,10	0,06	0,21	0,16	0,20	0,11	0,03	0,24	-0,08
$0,84 \times X_2$	0,03	0,10	0,09	0,12	0,10	-0,11	-0,28	0,06	0,09	0,09	0,06	-0,23	-0,23	0,00
$3,107 \times X_3$	0,68	0,50	0,28	-0,03	-0,69	-0,36	-0,41	0,26	0,08	-0,10	-1,00	0,11	0,10	-0,97
$0,420 \times X_4$	0,52	0,44	0,45	0,26	0,15	0,19	0,16	0,32	0,38	0,26	0,15	0,15	0,17	0,00
$0,998 \times X_5$	1,80	1,51	1,75	1,53	1,25	1,32	1,53	2,39	2,39	2,47	2,94	2,48	2,65	2,97
<b>Z'-skoor</b>	<b>3,25</b>	<b>2,68</b>	<b>2,72</b>	<b>1,95</b>	<b>0,78</b>	<b>1,15</b>	<b>1,07</b>	<b>3,23</b>	<b>3,09</b>	<b>2,91</b>	<b>2,26</b>	<b>2,54</b>	<b>2,94</b>	<b>1,93</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 12

Altmani kolmas pankrotiohu mudel  $Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
$6,56 \times X_1$	2,09	1,20	1,37	0,70	-0,31	0,94	0,59	1,89	1,47	1,79	0,98	0,25	2,19	-0,77
$3,26 \times X_2$	0,11	0,40	0,34	0,45	0,38	-0,41	-1,09	0,23	0,33	0,36	0,24	-0,87	-0,89	-0,00
$6,72 \times X_3$	1,47	1,08	0,60	-0,05	-1,48	-0,77	-0,88	0,55	0,17	-0,21	-2,17	0,23	0,22	-2,09
$1,05 \times X_4$	1,29	1,09	1,12	0,65	0,38	0,48	0,40	0,80	0,94	0,64	0,38	0,37	0,43	0,00
<b>Z''-skoor</b>	<b>4,96</b>	<b>3,78</b>	<b>3,43</b>	<b>1,75</b>	<b>-1,04</b>	<b>0,23</b>	<b>-0,97</b>	<b>3,48</b>	<b>2,91</b>	<b>2,58</b>	<b>-0,57</b>	<b>-0,02</b>	<b>1,96</b>	<b>-2,86</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 12

## Lisa 14. Springate'i valemi arvutused

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
X <sub>1</sub>	0,32	0,18	0,21	0,11	-0,05	0,14	0,09	0,29	0,22	0,27	0,15	0,04	0,33	-0,12
X <sub>2</sub>	0,20	0,16	0,10	-0,01	-0,22	-0,12	-0,13	0,08	0,03	-0,03	-0,32	0,04	0,03	-0,31
X <sub>3</sub>	0,72	0,39	0,22	-0,06	-0,61	-0,65	-0,58	0,12	0,03	-0,12	-0,65	0,01	0,01	-0,38
X <sub>4</sub>	1,81	1,51	1,75	1,53	1,25	1,32	1,53	2,40	2,40	2,47	2,94	2,48	2,66	2,98

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 12

$$Z = 1,03X_1 + 3,07X_2 + 0,66X_3 + 0,4X_4$$

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1,03 × X <sub>1</sub>	0,33	0,19	0,21	0,11	-0,05	0,15	0,09	0,30	0,23	0,28	0,15	0,04	0,34	-0,12
3,07 × X <sub>2</sub>	0,61	0,50	0,30	-0,02	-0,68	-0,37	-0,39	0,26	0,08	-0,09	-0,99	0,11	0,11	-0,95
0,66 × X <sub>3</sub>	0,48	0,26	0,14	-0,04	-0,40	-0,43	-0,38	0,08	0,02	-0,08	-0,43	0,01	0,01	-0,25
0,4 × X <sub>4</sub>	0,72	0,60	0,70	0,61	0,50	0,53	0,61	0,96	0,96	0,99	1,18	0,99	1,06	1,19
<b>Z-skoor</b>	<b>2,14</b>	<b>1,55</b>	<b>1,36</b>	<b>0,66</b>	<b>-0,63</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,07</b>	<b>1,59</b>	<b>1,29</b>	<b>1,10</b>	<b>-0,08</b>	<b>1,16</b>	<b>1,52</b>	<b>-0,13</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 12

## Lisa 15. Zmijewski mudeli arvutused

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
x1	19,27	14,65	6,21	-2,42	-22,67	-16,08	-16,84	3,42	0,42	-5,46	-35,13	0,94	0,33	-34,14
x2	0,45	0,49	0,48	0,62	0,73	0,69	0,72	0,57	0,53	0,62	0,74	0,74	0,71	1,00
x3	2,13	1,47	1,60	1,27	0,88	1,62	1,31	1,79	1,51	1,65	1,28	1,06	1,82	0,87

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 12

$$X = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 + 0,004X_3$$

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
$4,5 \times X_1$	86,71	65,93	27,95	-10,91	-102,00	-72,37	-75,79	15,39	1,89	-24,59	-158,09	4,21	1,46	-153,62
$5,7 \times X_2$	2,56	2,79	2,75	3,52	4,18	3,91	4,12	3,23	3,01	3,55	4,19	4,20	4,04	5,67
$0,004 \times X_3$	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,00
<b>X-skoor</b>	<b>-88,45</b>	<b>-67,43</b>	<b>-29,49</b>	<b>10,14</b>	<b>101,89</b>	<b>71,99</b>	<b>75,62</b>	<b>-16,45</b>	<b>-3,17</b>	<b>23,84</b>	<b>157,99</b>	<b>-4,30</b>	<b>-1,71</b>	<b>155,00</b>
<b>P</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,96</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,99</b>	<b>0,85</b>	<b>0,00</b>

Allikas: autori arvutatud ja koostatud, aluseks lisad 4, 12

Märkused: P väärtus leitud valemiga  $P = \frac{1}{1 + \text{EXP}(X\text{-skoor})}$

## Lisa 16. Intervjuu Baltika finantsjuhiga

Intervjuu on tehtud Baltika finantsjuhi Pirgit Lohuga 04.12.2019 aadressil Veerenni 24.

1. Baltika on viimase kümne aasta jooksul enamiku aja olnud kahjumis, mis võis teie hinnangul olla peamine põhjus? Kas tehtud on strateegiliselt valesid otsuseid?

Sellele küsimusele ei saa väga detailselt vastata, kuna vastus sisaldaks ettevõttesisest informatsiooni, aga kui vaadata viimase 10 aasta majandusaasta aruanded, siis on näha, et paljudel aastatel on lõpetatud puhaskahjumiga. Läbi aastate on juhatus teinud erinevaid otsuseid. Moetööstuse äris üleüldiselt on suured riskid, meeletu konkurents ja suur ületootmine. Lisaks me konkureerime globaalsel turul, meil ei ole suletud turg. Viimasel ajal on inimesed rohkem liikunud e-poodi, seega me konkureerime absoluutselt kõigiga Austraaliast Lõuna- Ameerikani välja. Lisaks suurele konkurentsile oli põhjuseks see, et tegime äri Ida-Euroopas (Ukrainas, Venemaal ja Valgevenes) ja kui vaadata neile aastatele tagasi, siis Ukraina on juba üle 5 aasta sõjas Venemaaga ja keeruline poliitiline olukord on ka Valgevenes, seega see on olnud kindlasti üks olulisi tegureid, miks ettevõtte on lõpetanud mitmed majandusaastad puhaskahjumiga. Näiteks eelmisel aastal kanti maha Ida-Euroopa frantsiisipartnerite nõudeid 2 mln euro ulatuses. Ida- Euroopa turul tegutsemisega olid riskid üleval, mis kahjuks realiseerusid ja mõjutasid negatiivselt majandustulemusi. Teine aspekt, mistõttu on meil kahjumid olnud, on meie kulustruktuur. Meil on väga keeruline ärimudel, millega kaasnevad suured püsikulud. Me teeme nullist kuni lõpuni kõik ise. Püsikulud hõlmavad tootearendust (disainerid, kollektsoonijuhid), toodete väljatootamist, logistikat ja lisaks veel jaepoodide võrku. See on väga kallis äri. Kuna püsikulud on väga suured ja kui müük kukub samal ajal (turule on tulnud palju uusi tegijaid ja soodsamaid brände, kellega me konkureerime), siis on keeruline nii kiiresti püsikulusid vähendada. Lisaks kui võrrelda meie mahte näiteks Apranga, Zara või Reserverdiga, kelle koduturud on juba väga suured, siis ongi väga keeruline konkureerida. Seega erinevad põhjused kokku on viinud kahjumini. Mitmed riskid on kahjuks realiseerunud.

2. Eelnevalt oli Baltika strateegiaks laienemine. Baltika on olnud Poola ja Tšehhi turul ning hiljuti avati frantsiisipoed Hispaanias ja Serbias, mis nüüdseks on kõik suletud. Kuna laienemine ei õnnestunud, kas nendes piirkondades oleks enne laienemist pidanud põhjalikumalt turgu analüüsima?

Ma ei oska seda kommenteerida, kuna mina nende otsuste juures ei olnud. Küll aga kevadise restruktureerimisplaani kohaselt keskendumine edaspidi esmajärgus jaeturule ja tuleme B2B ärist (äriklientide äri, mis hõlmab frantsiisi, hulgimüüki ja konsignatsiooni) järk-järgult välja. Esmalt plaanime keskenduda Baltikumi koduturule ning ei pane enam nii palju ressursi B2B ärisse. B2B puhul peab arvestama, et ajalooliselt ei ole partnerite soovid alati 100% kooskõlas meie jaeäri äriprotsessidega olnud, mis tähendab, et me oleme pidanud B2B äri teenindamiseks panema sinna ekstra ressursi. Seega oleme otsustanud, et kui meie B2B partnerite soovid ühtivad meie enda kollektiooni loomisega ja me saame seda paralleelselt teha, siis me mingis mahus jätkame, aga täna see ei ole meie kõige prioriteetsem tegevus. Hetkel keskendumine eelkõige enda Baltikumi jaeturule ja enda e-poe tugevdamisele.

3. Baltika turustuskulud on väga suured, nende suhe müügitulusse on *ca* 50%, mis on samas suurusjärgus müüdüd kaupade omamaksumusega. Seega toote valmistamiseks kulub sama palju, kui selle müümiseks. Kas kulude kokkuhoiu eesmärgil varem ei kaalutud näiteks multibrändi poodide osatähtsuse suurendamist? Kui suures mahus plaanitakse turustuskulusid vähendada brändide liitmise ja poodide sulgemisega?

Turustuskulud sisaldavad tootearendust (ehk kollektioonide loomist), sisseostu, logistikat, turundust ja poodide opereerimise kulusid. Oleme öelnud, et hetkel me liigume brändide kokkupanemise suunas. Bastioniga me juba lõpetasime sellel aastal ja järgmisel aastal läheb Mosaic Montoniga kokku. Samuti vähendame järjest kaupluste arvu. Meie sektoris peab aga silmas pidama, et poodide rendilepingud on pikaajalised, neist väljumine ei tule üleöö. Neid otsuseid tuleb teha kaalutletult. Ajalooliselt on meil olnud 5 brändi, mis on olnud üheks põhjuseks, miks on kauplusi olnud nii palju. Ma ei oska öelda, mis mõtted on juhatusel varem olnud seoses multibrändi poodidega, kuna ei viibinud otsuste juures (olen Baltikas töötanud 1 aasta). Kindlasti on need mõtted läbi käinud, kuid need on olnud otsused, mis juhatus on teinud. Praegu me toimime kevadel restruktureerimisplaaniga paika pandud otsuste järgi, mille kohaselt järgmise aasta lõpuks on meil kolm brändi (kaks *premium* ja üks *mainstream* bränd). Brändide liitmise ja poodide sulgemisega plaanitakse vähendada turustuskulusid, eesmärgiks on kindlasti alla 50% müügitulust.

4. Mainisite, et olete juba päris palju poode sulgenud seoses Bastioni ja Mosaici liitmisega Montoniga. Samas ütlesite, et teie valdkonnas peab silmas pidama, et rendilepingud on pikaajalised. Seega kas Mosaici poodide sulgemisel oodatakse lepingute lõppemiseni ning



tagatakse sujuv liitmine Montoniga? Kas edaspidi on Montoni poed suurema üldpinnaga või pigem jätkatakse senistel pindadel?

Me tegeleme aktiivselt nii enda poodide kui ka brändiportfelli optimeerimisega. Millistel tingimustel me läbirääkimisi peame, seda ma kommenteerida ei saa.

5. Kas siiani oli igal brändil eraldi oma disainer, sisseostja, konstruktor, tehnoloog jne?

Üldjuhul on igal brändil oma arendustiim (ehk siis kollektiooni juht, disainer(id), sisseostja(d), tehnoloog(id), konstruktor(id)). Vaatamata sellele on lähtuvalt arendusmahtudest ka inimesi, kes töötavad mitme tiimi jaoks.

6. Miks varem jõudsalt suurenenud hulgemüük Saksamaa kaubanduskeskustesse lõpetati?

Saksamaa turul lõpetati eelmise aasta sügisel lepingud. Täna toimub Saksamaale müük vaid läbi e-poe. Seal ei ole meil enam ühtegi B2B partnerit.

7. Baltika koduturul Eestis oli 2014. aastal Baltika jaemüügi müügitulu samas suurusjärgus, mis 2018. aastal, samas konkurentidel kasvas käive oluliselt. Milles võis põhjus olla, kas hindades, disainis, istuvuses, kvaliteedis? (2014: H&M Eesti käive oli 20 mln eurot, Apranga Eestil 20 mln eurot, Baltika Eestil 18,5 mln eurot ja LPP Eestil 16 mln eurot. 2018: H&M Eesti 37,6 mln eurot, Apranga Eesti 33,5 mln eurot, LPP Eesti 29,6 mln eurot ja Baltika Eesti 18,2 mln eurot) (Baltika lahjendab ... 2019).

Raske on spekuloida, mis on mõjutanud tarbija käitumist. Kindlasti on mitmeid faktoreid (istuvus, kvaliteet, hind, moetrendidega kaasas käimine), aga päris lõpuni ei saa kindlaks teha, mis seda täpselt mõjutanud on. Kui meid panna kõrvuti näiteks H&M ja Reservediga, siis me ei räägi samast hinnaklassist. Ja lõpuks on tarbija see, kes teeb enda jaoks valiku. Meie peame oleme suutlikud tarbijale selgitama, miks meie toode on väärt oma hinda ning miks ta peaks meie toote valima.

8. Esindusriiete üldise trendi vähenemise tõttu on vähenenud ülikondade ja pintsakute müük. Kas see võib olla põhjuseks, miks on müügitulu konkurentidele alla jäänud? Kas tulevikus on plaanis vähendada ametiriiete osatähtsust?

Me näeme, et jätkuvalt langeb formaalsete rõivaste ja eriti meeste rõivaste müük ja kui vaadata nii Eesti kui ka maailmaturu trende, siis on peale tulnud sportlikumad ja *jersey*-stiilis riided. See on kindlasti olnud üks põhjuseid, miks müügitulu on vähenenud. Samuti oleme ise rohkem sisse toonud *jersey*-stiilis ja sportikke rõivaid. Kindlasti jälgivad kolleksioonitiimid globaalseid moetrende ning pidevalt mõeldakse sellele, mis homme moes on. Kolleksioonide loomine on pikk protsess, juba praegu mõeldakse järgmise aasta sügise kolleksioonide peale.

9. Lõpetasite sellest aastast tootmise Eestis. Kuhu plaanite tootmise viia?

Meil on partnerid Lõuna- Euroopas, Türgis, Leedus ning ostame sisse ka Aasiast.

10. Tihtipeale kriiside ajal ettevõtetes juhtkond vahetub. Baltikal on olnud mitmeid kriise, kas juhtkond oleks võinud vahetuda juba varem?

Mina ei oska seda kommenteerida, soovi korral saab seda küsida nõukogult.

11. Kuidas on uus strateegia 2019–2022 siiani õnnestunud?

Me liigume väga tugevalt enda restruktureerimiskava rütmis. Bastioni brändist oleme väljunud, Mosaici meeste kolleksioon on kokku viidud Montoni meestekolleksiooniga, seega toimub järkjärguline Montoni suunas liikumine. Lisaks väljume järk-järgult B2B ärist ja meil on tugev rõhk püsikulude vähendamisel. See aasta oleme võrreldes eelmise aastaga oma püsikulusid agressiivselt vähendanud.

12. Kas on mõeldud kulude kokkuhoiu eesmärgil peakontori kolimist kesklinnast välja?

Praegu me muudame protsesse efektiivsemaks, mis paratamatult tähendab töötajate arvu vähendamist. Seda peame silmas ka oma kontoripinna puhul, et ruumi optimaalselt kasutada. Kuna see on samuti oluline kuluartikkel, siis tegeleme sellega aktiivselt. Täitsa ära pole plaanis kolida, aga optimeerime pinda nii palju kui võimalik. Samas peab arvestama, et kuigi hoiame kulusid kokku, siis peab tagama, et inimestel oleks siin hea töötada.

13. Juhatuse liige Mae Leyrer on kritiseerinud vähest turundust ja e-poe arengus mahajäämist.

Millised muudatused on plaanis?

Mina ei saa seda väga detailselt kommenteerida, aga tegevjuht Mae on enda avalikes intervjuudes välja toonud, et kindlasti me tegeleme sellega. Kui sa ei turunda ennast, siis sind pole pildis. Ma ei saa öelda, et me pole ennast üldse turundanud, me oleme seda päris hästi teinud nende vahenditega, mis on olemas olnud, aga alati saab paremini ja efektiivsemalt.

14. Nasdaq Baltic andmetel võib Baltika poole aasta jooksul börsil lahkuda. Kas Baltika on avaldanud soovi lõpetada aktsiate noteerimine börsil?

Seda ma ei kommenteeri.

15. Baltika oli ka 2019. aastal kahjumis, kas on oodata uut võlakirjade emissiooni?

Seda ma ei kommenteeri.

16. Kas usute, et radikaalne pööre muudab Baltika kasumlikuks? Mis ajaks on oodata kasumisse jõudmist?

Pöörde eesmärgiks on leida ettevõttele toimiv ärimudel, et ettevõtte oleks võimeline töötama vastavalt äriettevõtte põhimõtetele, mille üheks eesmärgiks on kasumi teenimine. Millal täpselt kasumisse jõuame, ei soovi kommenteerida, küll aga töötame selles suunas.

Allikas: Autori koostatud, aluseks (Lohk 2018)

## Lisa 17. Lihtlitsents

### Lihtlitsents lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks ja reprodutseerimiseks

Mina Eneli Kümnik (sünnikuupäev: 22.06.1991 )

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose AS Baltika majandustegevuse analüüs aastatel 2005–2018, mille juhendaja on Jaan Alver,

1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja elektroonilise avaldamise eesmärgil, sealhulgas TTÜ raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

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

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

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta kolmandate isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ja teistest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

\_\_\_\_\_ (allkiri)

\_\_\_\_\_ (kuupäev)