

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Triin Raid

BÖRSIETTEVÖTTE APRANGA APB VÄÄRTUSE HINDAMINE

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Tallinn 2023

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele selle koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.

Töö pikkuseks on 9227 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Triin Raid 11.05.2023

(kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	5
SISSEJUHATUS	6
1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILINE OSA	8
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ja olemus	8
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid	10
1.2.1. Diskonteeritud rahavoogude meetod	12
1.2.2. Võrreldavate suhtarvude meetod	16
1.3. Ettevõtte väärtuste hindamine jaekaubanduses	20
1.4. Tundlikkusanalüüs	21
2. APRANGA APB	23
2.1. Apranga APB tutvustus	23
2.3. Apranga APB aktsia hind	25
2.4. Apranga APB finantsnäitajad	27
2.5. Jaekaubanduse sektori analüüs	31
3. APGRANGA APB VÄÄRTUSE HINDAMINE	33
3.1. Ettevõtte väärtuse leidmine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel	33
3.1.1. Apranga APB vabade rahavoogude prognoos	33
3.1.2. Ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine	36
3.1.3. Ettevõtte väärtuse ning terminaalkväärtus	38
3.1.4. Tundlikkusanalüüs	40
3.2. Ettevõtte väärtuse hindamine võrdlussuhtarvude meetodi alusel	41
3.2. Hinnang saadud tulemustele	42
KOKKUVÕTE	44
SUMMARY	46
KASUTATUD ALLIKAD	49
LISAD	53
Lisa 1. Apranga APB kasumiaruanne aastatel 2016 – 2022	53
Lisa 2. Apranga APB bilanss aastatel 2016 – 2022	53
Lisa 3. SKP kasv	54
Lisa 4. Ettevõtete majandusnäitajad Eestis jaekaubanduse tegevusalal aastatel 2016 - 2021...55	
Lisa 5. Ettevõtete majandusnäitajad Eestis jaekaubanduse tegevusalal aastatel 2016 - 2021...56	

Lisa 6. Lihtlitsents.....57

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on anda hinnang börsiettevõtte Apranga APB väärtusele, kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit, misjärel anda hinnang ettevõtte üle- või alahinnatusele Balti börsil. Antud töö uurimisprobleemiks on ettevõtete juhtide ja investorite puudulikud ja aegunud teadmised väärtuse hindamise meetodite rakendamisest. Uurimisprobleem viitab vajadusele edasi uurida väärtuse hindamise meetodite rakendamist praktikas, eesmärgiga tuvastada ajakohaseid väärtuse hindamise meetodeid.

Töö autor analüüsib Apranga APB grupi 2016 – 2022 aasta finantsaruandeid, et teostada vabade rahavoogude prognoos aastateks 2023 – 2027. Seejärel leiab töö autor ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) ning terminaalkväärtuse. Diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel tuli aktsia õiglaseks hinnaks 2,95€. Aktsia turuhind on 17.04.2023 seisuga on 2,70€, mis on 8,49% madalam, kui leitud aktsia õiglane hind. Aktsia turuhind varieerus tundlikkusanalüüsi alusel 2,49 – 3,41€.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul võrdles töö autor Apranga APB suhtarve kuue erineva ettevõtte suhtarvude mediaankeskmisega, kes tegutsevad jaekaubanduse sektoris. Võrreldavad ettevõtted olid H&M Hennes & Mauritz AB, Stockmann PLC, LPP SA, Tallinna Kaubamaja Grupp SA, Next PLC ning Marks & Spencer Group PLC. Võrdlussuhtarvude meetodi alusel tuli aktsia õiglaseks hinnaks 3,25€. 17.04.2023 seisuga on turuhind leitud aktsia õiglasest hinnast 16,8% madalam.

Mõlema meetodi puhul sai töö autor tulemuseks, et Apranga APB aktsia on turul alahinnatud. Kahe meetodi tulemused erinesid üksteisest 30 senti.

Võtmesõnad: ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, DCF, võrreldavate suhtarvude meetod, vabad rahavood

SISSEJUHATUS

Finantskirjaoskust ja raamatupidamist peetakse ettevõtete keeleks - need, kes soovivad investeerida oma vara pikaajaliselt, peaksid oskama ka tõlgendada finantsaruandeid. Finantsaruanded illustreerivad nii ettevõtete minevikku kui ka olevikku – selleks aga, et prognoosida ettevõtete tulevikku, tuleb rakendada ettevõtete väärtuste hindamise meetodeid. (Schmidlin, 2014, ptk 1)

Mitte kõik tegev-, äri- ja finantsjuhid ei mõista ettevõtte väärtuse hindamise olulisust, kuigi nende positsioonist tulenevalt, peaksid nad seda täielikult mõistma, et teha oma tööd hästi ning tagada ettevõtte pikaajaline kasv. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodite rakendamine igapäevases äritegevuses aitab juhtidel omandada paremat ülevaadet ettevõtte tugevustest ja nõrkustest, et tuvastada valdkondi, kus ressursside tõhusam jaotamine tagaks ettevõtte pikaajalise äri kasvu ja - edu. (Koller *et al.*, 2020, ptk 1) Selleks, et juhid saaksid langetada majanduslikult tulutoovaid otsuseid, peavad nad valdama finantskirjaoskust, et tõlgendada oma ettevõtete finantsaruandeid.

Enim levinumaks probleemiks on juhtide puudulikud teadmised ettevõtete väärtuse hindamisest, mistõttu jäävad sageli soodsad võimalused kasutamata ja langetatakse ebakasulikke otsuseid. Paljud ettevõtete juhid kasutavad endiselt aegunud meetodeid oma ettevõtte väärtuse hindamiseks – see võib viia ebatäpsete hinnangute ja otsuste langetamiseni, sest juhid ei kasutata täpsemat ning usaldusväärsemaid hindamismeetodeid (Luehrman, *What's It Worth?*, 1997).

Ettevõtte väärtuse hindamine on finantsotsuste langetamisel oluline komponent, mis annab investoritele, juhtidele ja teistele osapooltele olulist informatsiooni, et langetada kasumlikke otsuseid.

Antud töö uurimisprobleemiks on ettevõtete juhtide ja investorite puudulikud ja aegunud teadmised väärtuse hindamise meetodite rakendamisest. Uurimisprobleem viitab vajadusele edasi uurida väärtuse hindamismeetodite rakendamist praktikas, eesmärgiga tuvastada ajakohaseid väärtuse hindamise meetodeid.

Töö eesmärk on anda hinnang börsiettevõtte Apranga APB väärtusele, kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit, misjärel anda hinnang ettevõtte üle- või alahinnatusele Balti börsil.

Uurimisküsimused:

- 1) Mis on Apranga APB ettevõtte väärtus rakendades diskonteeritud rahavoogude meetodit?
- 2) Mis on Apranga APB ettevõtte väärtus rakendades võrreldavate suhtarvude meetodit?
- 3) Kui palju erinevad tulemused kahe meetodi rakendamisel Apranga APB turuhinnast?
- 4) Kui palju erinevad tulemused kahe meetodi rakendamise vahel?
- 5) Kas ja kui palju varieerub aktsia õiglase hind tundlikkusanalüüsi alusel?

Töö on autori poolt jaotatud kolmeks osaks. Esimeses osas käsitletakse ettevõtete väärtuse hindamise teoreetilisi aluseid, kus kirjeldatakse ettevõtte väärtuse hindamise olemust, selle rakendamist igapäevases tegevuses ning antakse ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest (diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetod). Esimeses osas antakse ka ülevaade, millega peab arvestama jaekaubanduse sektoris tegutseva ettevõtte väärtuse hindamisel. Teises peatükis antakse ülevaade hinnatava ettevõtte Apranga APB tegevusvaldkondadest, sh analüüsitakse ettevõtte finants- ja turunäitajaid. Teises osas tehakse jaekaubanduse sektori analüüs, et luua eelduseid, mida kasutatakse kolmandas peatükis. Kolmandas peatükis pannakse eelnevates peatükkides kogutud teadmised praktikasse ehk viiakse läbi Apranga APB ettevõtte väärtuse hindamine, kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Lisaks ettevõtte väärtuse hindamiseke viiakse läbi ka tundlikkusanalüüs, et anda hinnang aktsia õiglase hinna varieeruvusele. Kõige lõpuks antakse hinnang nii ettevõtte väärtuse hindamise kui ka tundlikkusanalüüsi tulemustele ja antakse järeldus, kas Apranga APB aktsia on turul üle- või alahinnatud.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILINE OSA

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ja olemus

Nagu ilu, on ka väärtus vaataja silmades – see, mis ühele võib olla väärtuslik, võib teisele tunduda tähtsusetuna. Ka ettevõtte väärtust hinnatakse erinevatel eesmärkidel – näiteks kasutatakse väärtuse hindamist valitsuses, et maksustada ettevõtteid ja nende omanikke ettevõtlusega seotud sündmuste ja asjaolude tõttu (nt dividendide väljamaksmine). Samuti kasutatakse väärtuse hindamist ka erinevates laene väljastavates krediidiastutustes. (Pratt ja Laro, 2005, ptk 1)

Tänapäeval on ettevõtte väärtuse hindamise vajadus oluline mitte ainult investeerijate ja portfelliinvaldurite jaoks, vaid see omab suurt tähtsust igas ettevõtte elutsükli faasis. Kõik isikud, kes puutuvad igapäevaselt kokku ettevõtte rahanduse valdkonnaga, kas läbi investeerimise või töö, peaksid omandama teadmisi ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest. Ettevõtte väärtuse hindamise oskused on tavapärasel äritegevuses ja ka investeerimisel asendamatu rekvisiit – väärtusel on oluline roll erinevate ülesannete täitmisel nagu näiteks investeringute portfelliinvalduses, ettevõtete vahelistes omandamiste analüüsimisel, ettevõtete rahanduses, maksunduses ja aitab väärtuse hindamine juhtidel tuvastada ettevõtte siseseid riske ja nende allikaid, mis võivad tuua kaasa ettevõtte hävimise. (Damodaran, 2011a; Fernández, 2007)

Tihti aetakse omavahel segamini ettevõtte hind ja ettevõtte väärtus – siinkohal tuleb pidada meeles, et väärtus ei ole ettevõtte hind. Ettevõtte väärtuse hindamine on kasulik ka nendes olukordades, mil ei ole tegemist ettevõtete müügi või omandamisega, vaid rakendatakse hindamist ka olukordades, kus toimuvad omanike lisandumised ja lahkumised, kohtuvaidlused, pangalaenude taotlemisel jt sarnastes olukordades. (Caruso, 2020, ptk 1)

Ettevõtte väärtus on ühtlasi ka üks olulisemaid teemasid, mida sidusrühmad nagu investorid, juhid, töötajad, kliendid jt tõstatavad. Eriti keskenduvad pikaajalise väärtuse hoidmisele nii investorid

kui ka juhid, sest see suurendab ettevõtte turuhindade ja tootluse kasvu. Ettevõtete juhid soovivad luua väärtust, et tugevdada oma positsiooni turul ning hoida oma ettevõtte kõrgel tasemel. (Tarczynski *et al.*, 2020)

Ettevõtte väärtuse hindamist kasutatakse mitmel erineval eesmärgil (Fernández, 2007):

1. Ettevõtte ostu-müügi tehingutel;
2. Börsiettevõtete õiglase väärtuste hindamisel;
3. Aktsiate avalikel pakkumistel;
4. Ettevõtete pärandamistel ning testamentide koostamisel
5. Juhtkonna boonuste arvestamisel
6. Ettevõtte väärtust mõjutavate tegurite identifitseerimisel
7. Strateegiliste otsuste langetamisel ja planeerimistel

Samuti kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamist pangalaenu taotlemisel, seetõttu ettevõtte väärtusele antud hinnangust võib olla kasu, et soodsamatel tingimustel laenu saada (Zirnask, 2008, lk 103).

Ettevõtte väärtuse hindamist kasutatakse ka väga tihti audiitorluses. Audiitorid rakendavad varade allahindluse testi jaoks ettevõtte väärtuse hindamise mehhanisme, et teha kindlaks, kas vara väärtus on langenud alla bilansis kajastatud väärtuse. Tihtipeale tuleb audiitoritel hinnata selleks tulevaste rahavoogude väärtust, mis on seotud varadega ja seejärel diskonteeritakse need praeguseks väärtuseks. Sellega tehakse kindlaks, et kui hinnanguline väärtus on madalam kui väärtus, mida kajastatakse finantsaruannetes, tuleb vara väärtust vähendada. Samuti kasutavad audiitorid ettevõtte väärtuse äritehingute hindamisel (äriühinemised ja ülevõtmised), juhtkonna boonuste arvestuse hindamisel ja ka investeerimisotsuste hindamisel. Töö autor töötab audiitorina ja antud näide tuleb erialasest kogemusest.

Ettevõtte väärtuse hindamist kasutatakse tihti ka juhtkonna boonuste arvestamisel, seda nimetatakse ka kui „tulemustasu põhiseks tasustamiseks“. Korralikult kavandatud juhtkonna tasustamislepingutega kaasneb tavaliselt ka kõige olulisem tulemus, milleks on ettevõtte väärtuse suurenemine. Töölepingud, mis pakuvad juhtidele ettevõtte tulemuslikkusest sõltuvaid boonuseid ja lisatasusid, motiveerivad juhte ettevõtte finantstulemuste nimel rohkem pingutama. Mõned uuringud tuginevad hüpoteesil, et tulemustasu põhised kompensatsioonid mõjutavad juhtide investeerimisotsuseid sel viisil, et need suurendaksid aktsionäride jõukust. (Pfeiffer *et al.*, 2015)

1.2. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid

Analüütikud kasutavad erinevaid mudeleid, alates lihtsamatest kuni keerulisemateni, et määrata kindlaks varade väärtust. Need mudelid võivad anda varade väärtuse kohta erinevaid hinnanguid, samas on nende vahel ühiseid tunnuseid ning neid saab laiemalt klassifitseerida. (Damodaran, 2011b, ptk 1). Üldpildis jagunevad ettevõtte väärtuse hindamise meetodid kolme lähenemiseviisi vahel: turumeetod, tulumeetod ja varameetod. Turumeetod kasutab võrdlust turul sarnaste ettevõtetega, mille kohta on olemas hiljutisemad hinnaindikaatorid. Selle meetodi puhul kasutatakse tihti näitajatena müügitulu, kasumit jne. Tulumeetod keskendub ettevõtte rahavoogudele, analüüsides kui palju on investor ettevõtte eest nõus maksma (enimkasutatud on diskonteeritud rahavoogude meetod). Varameetodi puhul hinnatakse ettevõtte üksikute varade nüüdisväärtust – varapõhist hindamist kasutatakse sageli siis kui ettevõtte ei plaani oma tegevust jätkata. Sel juhul saab ettevõtte maha müüa oma vara, mis määrab kindlaks ettevõtte miinimumväärtuse. (Fazzini, 2018, ptk 4-6; Caruso, 2020, ptk 6 ja 8 ; Bernstrom, 2014, ptk 1)

Turupõhist hindamist kasutatakse peamiselt avalikult noteeritud ettevõtete puhul, kus tegutsevad mitu sarnast ettevõtet samas sektoris. Varapõhist lähenemist kasutatakse peamiselt loodusvaradel põhinevate ettevõtete hindamisel, mille väärtus sõltub peamiselt reservidest või ka kriisis olevate ettevõtete puhul. Tulupõhise hindamise nõrkused on, et see ei võta sisse juhtkonna kontrolli ning prognoos on keeruline ja nõuab professionaalset hinnangut. (Anderson, 2013, ptk 13).

Tabel 1. Enim kasutatud ettevõtte väärtuse hindamise meetodid

Varapõhine lähenemine	Tulupõhine lähenemine	Turupõhine lähenemine	
Bilansimeetodid	Diskonteeritud rahavoogude meetod DCF	Võrreldavate tehingute meetod	Opsioonidel põhinev
Raamatupidamislik väärtus (BV)	Omanike vaba rahavoo diskonteerimine	Hind/tulu (P/S)	Black and Scholes mudel
Kohandatud raamatupidamislik väärtus	Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	Hind/kasum (P/E)	Investeeringis opsioonimeetod
Likvideerimisväärtus	Kohandatud nüüdisväärtus	EV/EBITDA	Monte Carlo simulatsioon
Asendusmaksumus	Kapitali rahavood (CCF)	Muud suhtarvud	Binominaalne mudel

Allikas: Fernández (2007), Zirnask (2008, lk 122) ja Anderson (2013, ptk 13)

Bilansikirjetel põhinevad meetodid hindavad ettevõtte väärtust läbi varade hindamise, kuid bilansikirjed ei võta arvesse raha ajutist väärtust ning ettevõtte arengut. Bilansimeetod ei võta ka väärtuse hindamisel arvesse ka infot, mis ei kajastu finantsaruandes, nagu näiteks töötuse ja sektori hetkeseisu, organisatsioonilisi murekohti ja lepinguid, mis võivad väga kergelt mõjutada ettevõtte väärtust. (Ferández, 2007)

Tulupõhise meetodi puhul kasutatakse enamasti kolme erinevat meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF), kapitaliseeritud rahavoogude meetod (CCF) ja eelmise kahe meetodi hübriidiks peetakse ülejäänud rahavoogude meetodit (ECF). (Hitchner, 2017, ptk 5)

Ettevõtte väärtuse hindamiseks on olemas küll mitmeid erinevaid variante, aga on olemas ainult kaks hindamisviisi – esimene neist on objektiivne ja teine subjektiivne hindamine. Objektiivne hindamine hõlmab sisemist väärtust, samal ajal kui subjektiivne hindamine on seotud sellega, kuidas hindaja objekti tajub. Neid kahte ei saa üksteisest välistada, sest meie valik hindamisel on mõjutatud alati mõlemast komponendist. Sama näite saab tuua maja ostul – me ei vali maja ilmtingimata parima ruutmeetri hinna järgi (objektiivne ehk sisemine väärtus), jättes kõrvale selle maja subjektiivsed hinnangud nagu nt siseviimistlus, interjööri, asukoht jpt omadused. Valik tehakse mõlema hinnangu koondväärtuse põhjal. (Fazzini, 2018, ptk 1)

See paradoks leiab aset ka investorite seas, kui on tegemist aktsiate ostmise ja võrdlemisega, siis sisemine hindamine annab küll investoritele suurema pildi, kuid suhteline ehk võrdlev hindamine annab investoritele realistlikuma hinnangu vara väärtuse osas. Damodaran (2011a) on välja toonud oma raamatus asjaolu, et kuigi fookus peaks olema sisemisel hindamisel, just jätkusuutliku investeerimise mõttes, hinnatakse enamik varasid tihtipeale just suhtelisuse alusel. Üks efektiivsemaid variante on vara hindamisel rakendada nii suhtelist kui ka sisemist hindamist korraga – antud lähenemist rakendab autor ka oma uurimuses.

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid võivad jaguneda vastavalt nende keerukusele ja sobivusele erinevates olukordades. Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks levinumaid meetodeid, kuid nõuab palju aega ja tööd. Võrdlusmeetod ei pruugi olla täiesti korrektne, kuid on piiratud info ja ajaliste piirangute korral kasulik. Raamatupidamisväärtuse meetod on väga lihtne, aga pinnapealne. Teatud ettevõtte väärtuse hindamise meetodid nagu reaaloopsioonide meetod nõuavad aga kõrgemat matemaatilist oskust. (Zirnask, 2008, lk 121)

1.2.1. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Tulumeetodi rakendamine on teoreetilises võtmes kõige usaldusväärsem viis ettevõtte väärtuse hindamiseks – seda kasutavad laialdaselt ettevõtete omandajad, investeerijad, pankurid jpt. Enamus ettevõtte väärtuse hindamise allikaid väidavad, et ettevõtte väärtus on kõigi tulevaste omanike poolt saadavate hüvede väärtus, mis on tagasi diskonteeritud hetkeväärtuseks. See arvestab nii raha ajaväärtust kui ka riskitaset, mis on seotud prognoositavate hüvede saavutamiselega. (Pratt ja Laro, 2005, ptk 14)

Finantsteooria väidab, et jätkuva ettevõtte õiglane turuväärtus on selle oodatavate rahavoogude nüüdisväärtus, mida tuntakse kui diskonteeritud rahavoogude meetodit (DCF). Kuigi tundub diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine teoorias väga lihtne, siis praktikas on see hindamine subjektiivne ja keeruline. DCF meetodi teeb keeruliseks see, et see nõuab suurt täpsust rahavoogude, diskontomäärade ja lõppväärtuste hindamisel – kuid subjektiivsusest on võimalik üle saada ja hindamisprotsessi on võimalik muuta nii ratsionaalsemaks kui ka objektiivsemaks. (Larrabee ja Voss, 2012, ptk 5) Diskonteeritud rahavoogude analüüsi kasutatakse ka esmaste avalike pakkumiste (IPO) ja teiste finantsvarade hinna määramiseks. Seda rahanduse tööriista kasutavad nii investeerimispankade spetsialistid, konsultatsioonifirmad kui ka juhid üle kogu maailma oma analüüside teostamisel. (Steiger, 2008)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi (DCF) eesmärk on määrata kindlaks rahavoogu genereeriva vara (nt ettevõtte) nüüdispuhasväärtus, diskonteerides tulevased oodatavad rahavood sobiva nõutava tulumääraga (Bernström, 2014, ptk 1; Alexander, 2018, ptk 22). DCF meetodiga määratud hinnangu puhul leitakse selle sisemine väärtus, mistõttu on olnud diskonteeritud rahavoogude meetod alternatiiv teistele turupõhiste hindamismeetoditele nagu võrreldavate suhtarvude meetod, mis on kergesti moonutatud mitmete tegurite poolt (turuhäired jms). DCF meetodit kasutatakse ka siis, kui puuduvad sarnaste ettevõtete võrdlusandmed. (Rosenbaum ja Pearl, 2022, ptk 3)

Kõige levinum on kahe-faasiline diskonteeritud rahavoogude mudel, kuid on ka olukordi, kus kasutatakse kolme-faasilist mudelit. Kahe-faasilise mudeli puhul teostatakse esimesena konkreetsete aastate arvu prognoos ja teisena diskonteeritakse leitud rahavood diskontomääraga

praegusesse ajahetke. Kolme-faasilise mudeli puhul lisatakse juurde veel üks etapp, kus liidetakse juurde ettevõtte lõppväärtus (kõik prognoosiperioodi järgsete aastate väärtus ehk inglise keeles *terminal value TV*). (Mellen ja Evans, 2018, ptk 7)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamisel vähendatakse iga ajaperioodi (n) rahavoog (CF) selle praeguse väärtuseni kasutades intressi arvutamise valemit $(1 + r)^n$ (Damodaran, 2012, ptk 2). Diskonteeritud rahavoogude kahe-faasiline mudeli matemaatiline valem on järgnev (*Ibid.*):

$$DCF = \sum_{n=r}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

kus

DCF – diskonteeritud rahavood

CF_n – rahavoog perioodil n

n – ajaperiood ühest lõpmatuseni

r – diskontomäär (ehk kapitalihind)

Diskontomäär on defineeritud kui investorile vajalik tootlus, mis motiveeriks teda investeerima diskontomäära all olevasse rahavoogu. Kokkuvõtvalt on diskontomäär oluline tööriist investeeringute hindamisel, sest see võtab arvesse turutingimusi, ajalist aspekti, riskitasemeid ning ka alternatiivseid investeerimisvõimalusi. Diskontomäär aitab investoril mõista, milline saab olema tema raha tulevikuväärtus ja milline on oodatav tootlus investeeringult. Seda mõjutavad välised tegurid on üldine majandusolukord, tööstusharu olukord ja väljavaade ning alternatiivsete investeeringute saadavalolevad tootlused. Sisemised mõjutavad tegurid on finantsrisk, tegevusrisk ja rahavoogude prognoosimisega seotud risk. Diskontomäär koosneb kolmest komponendist: riskivaba intressimäär (R_f), üldine riskipreemia (R_m) ja ettevõtte riskikoeffitsendist (β). Riskipreemia osa hindamiseks kasutatakse tavaliselt kapitali varahinna mudelit CAPM-i. CAPM-i üldine idee seisneb selles, et investorid peavad saama investeerimise eest kahte tüüpi hüvitist: raha ajaväärtuse eest ja investeeringu riski eest. Ajaväärtust esindab valemis riskivaba intressimäär ja see hüvitab investori raha paigutamise eest investeeringusse teatud ajaperioodiks. (Larrabee ja Voss, 2012, ptk 5; Lee ja Hood, 2011, ptk 6)

$$R_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta \quad (2)$$

kus

R_e – omakapitali oodatav tootlus

R_m – turu oodatav keskmine tootlus

R_f – riskivaba intressimäär

β - riskikoeffitsent

$R_m - R_f$ – turu riskipreemia

Selleks, et saavutada diskonteeritud rahavoogude kolme-faasiline mudel, tuleb liita valemile juurde lõppväärtus (TV). Lõppväärtus on ettevõtte väärtus aastal n, kui ettevõtte oleks müüdud aastal n. (Larrabee ja Voss, 2012, ptk 5)

$$TV = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{k_{WACC} - g} \quad (3)$$

kus

TV – terminaalväärtus ehk lõppväärtus

FCFF_n – viimane prognoositud aasta vaba rahavoog

g – lõpmatu keskmine kasvumäär

k_{WACC} – kaalutud keskmine kapitali hind

Diskonteeritud rahavoogude mudelid jagunevad üldpildis kolmeks: omakapitali meetod, ettevõtte meetod ja kohandatud nüüdispuhasväärtuse (APV) meetod. Kõik meetodid erinevad kasutatava diskontomäära poolest, kuid iga meetod jõuab vähemalt teoorias sarnasele tulemusele. (Schmidlin, 2014, ptk 8)

Tabel 2. Diskonteeritud rahavoogude mudeli jagunemine

Meetod	Rahavoog	Diskontomäär	Rakendamine
Ettevõtte meetod	Vaba rahavoog FCF	Kaalutud keskmine kapitalikulu WACC	Sobib kasutamiseks projektides, äriüksustel ja ettevõtetel, kes tahavad hoida oma kapitalistruktuuri soovitud tasemel
Kohandatud nüüdispuhasväärtuse meetod	Vaba rahavoog FCF	Omakapitali võimendamata kulu	Võimaldab muutuva kapitalistruktuuri lihtsamat integreerimist kui WACC-põhised mudelid
Omakapitali meetod	Vaba rahavoog omakapitali	Võimendatud omakapitali kulu	Kõige paremini kasutatav finantsasutuste hindamisel.

Allikas: Koller *et al.* (2020), lk 177

Ettevõtte ja kohandatud nüüdispuhasväärtuse (APV) meetod arvutavad diskonteeritud rahavood tuginedes omakapitali võimendamata kulule (Koller *et al.*, 2020, lk 177). See on ettevõtte praegune nüüdispuhasväärtus (NPV), mis on täielikult finantseeritud omakapitaliga ja võtab arvesse rahastamise eeliseid, sh maksusoodustusi. APV meetod hõlmab esmalt ettevõtte väärtuse hindamist eeldusel, et see on täielikult finantseeritud omakapitaliga ning seejärel lisatakse ettevõtte finantseerimisotsuste mõju praeguse väärtuse arvestusele. (Larrabee ja Voss, 2012, ptk 13)

$$APV = \text{Ettevõtte väärtus ilma võimendusega} + \text{võla netomõju} \quad (4)$$

Omakapitali meetod on väga sarnane FCFF meetodile, aga selle asemel, et võtta arvesse bilansi vasakpoolset informatsiooni ehk varasid, võtab ta arvesse bilansi parempoolset informatsiooni ehk

omakapitali. Seega kui soovitakse läbi viia omakapitali hindamist, siis tuleb FCFF-st lihtsalt eemaldada võlausaldajate rahavood. (Larrabee ja Voss, 2012, ptk 13) Omakapitali meetod võtab arvesse kõiki rahavooge, millele on aktsionäridel õigus ja diskonteerib need ettevõttepõhise omakapitali hinnaga. (Schmidlin, 2014, ptk 8)

$$FCFE = Netokasum + Kulum - Capex - muutused käibekapitalis + netovõlg$$

kus
Capex – investeeringud põhivarasse

Ettevõtte vaba rahavoog ehk FCFF on oodatav rahavoog, mis ei sõltu finantseerimisest, st see on raha, mis kuulub ettevõtte aktsionäridele ja võlausaldajatele. Võttes eelmist infot arvesse, ei tohiks selle rahavoogu mõjutada nii intressid kui ka dividendid, kuid siiski võetakse maksud koormaks. See tähendab, et pärast maksustamist peaks diskontomäär peegeldama kaalutud kapitali kulu võlakirjade ning omakapitali finantseerimiseks. Sobiva kaalutud keskmise kapitali kulu rakendamise tulemusena saadud diskonteeritud oodatav rahavoog annabki tulemuseks ettevõtte väärtuse. (Berström, 2014, ptk 1)

Ettevõtte vaba rahavoo (FCFF) põhjal arvatud väärtusest saab arvutada aktsia õiglase hinna, lahutades maha võlakohustise turuväärtuse. FCFF on summa, mis jääb nii aktsionäridele kui ka võlausaldajatele alles pärast kulusid ja investeeringuid, mis on tavapärase äritegevuse käigus teostatud. (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 176)

$$FCFF = puhaskasum + kulum + intressid \times (1 - T) - Capex - käibekapitali muutus$$

kus

T – maksumäär

Kapitalieelarve otsuste tegemisel mängib olulist rolli kaalutud keskmine kapitalihind (WACC). WACC-i kasutamine võimaldab juhtidel paremini mõista, kuidas võlg võib investeeringu väärtust mõjutada. (Massari *et al.*, 2016, ptk 7.5) Kuna ettevõtte kapital koosneb nii omakapitalist kui ka võõrkapitalist, mille hinnad on üldjuhul erinevad, on vaja vaba rahavoo diskonteerimiseks arvestada nende kahe keskmist hinda. See saavutatakse WACC valemi abil, kus arvutatakse omakapitali hinna ja osakaalu ning võõrkapitali hinna ja osakaalu korrutiste summa. (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 177)

$$WACC = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{D}{V} \times k_d \times (1 - T)$$

kus

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind

E – omakapitali turuväärtus

V – kogu ettevõtte kapitali turuväärtus ehk omakapitali ja võõrkapitali turuvääruse summa
D – võlakohustise turuväärtus
 k_e – omakapitali hind ehk nõutav tulunorm
 k_d – võlakohustiste keskmine hind ehk intressimäär

Ettevõtte diskonteeritud rahavoogude rakendamisel hinnatakse ettevõtte rahavoogusid viie kuni kümne aasta jooksul ning seejärel eeldatakse, et edaspidi kasvavad rahavood püsiva määraga – seda nimetatakse lõppväärtuseks (ka terminaalväärtuseks) ehk n-ö hinnanguliseks müüghinnaks. Juhul kui ettevõttel on ka mittekasutusel olevat vara, siis see arvutatakse lõppväärtuse hulka, ilma et need mõjutaks rahavoo prognoosi. (Schmidlin, 2014, ptk 8) Prognoositud vaba rahavoo ja lõppväärtus diskonteeritakse nüüdishetke kaalutud keskmise kapitali hinnaga (WACC). Seejärel liidetakse vaba rahavoo ja lõppväärtuse nüüdiseväärtus, et leida ettevõtte väärtus, mis saab olema diskonteeritud rahavoogude meetodi aluseks. Kuna WACC-i ja lõppväärtuse eeldused omavad tulemustele suurt mõju, siis isegi väikesed erinevused võivad tulemusi modifitseerida – sellepuhul teostatakse tulemustele tundlikkusanalüüs. (Rosenbaum ja Pearl, 2022, ptk 3)

Diskonteeritud rahavoogude prognoosimise saab jaotada kuueks sammuks (Alexander, 2018, ptk 22):

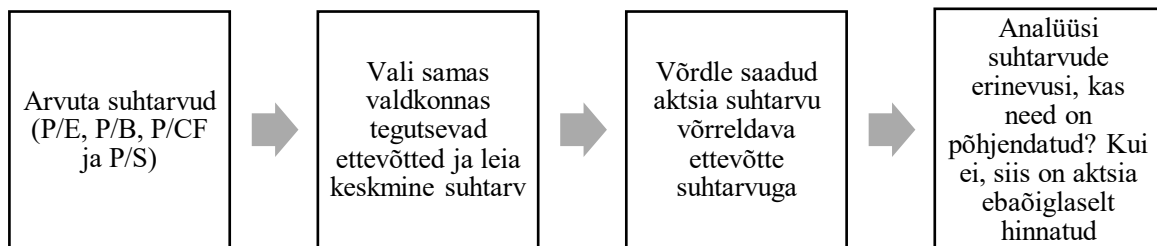
1. Tutvu ettevõtte varasemate finantsandmete ja ajalooga
2. Prognoosi ettevõtte tulevased rahavood
3. Hinda lõppväärtus
4. Diskonteeeri rahavood
5. Hinda ettevõtte väärtust
6. Teosta tundlikkusanalüüs

Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodi abil saab palju kriitikat, sest rahavoogusid on raske prognoosiga pärast lõppaastat, kuid kõik hindamismeetodid hõlmavad prognoosimist, olgu selleks siis kas DCF, turukordajad või muud meetodid. Usaldusväärse hinnangu koostamiseks on võtmetähtsusega realistlike tulude ja tootlusmäärade ning pikaajalise kasvumäära valimine. (Mellen ja Evans, 2018, ptk 7)

1.2.2. Võrreldavate suhtarvude meetod

Võrreldavate suhtarvude meetod annab meile informatsiooni selle kohta, kuidas turul aktsiate väärtust hetkemomendil hinnatakse, kuid ei näita, kas need hinnangud on ka põhjendatud. Suhtarvude meetodi rakendamisel saab investor aimu, milline on hinnatav ettevõtte suhteliselt ehk

võrreldes teiste samas sektoris tegutsevate ettevõtetega (kallim või odavam). Siinkohal saab tuua võrdluse reaalse näitega korteri ostu puhul: kui on valida kahe korteri vahel, millel on erinevad hinnad ja pinnasuurus (nt 50m² korter hinnaga 150 tuhat eurot ja 60m² korter hinnaga 195 tuhat eurot), siis arvutatakse välja ühe ruutmeetri hind, et võrrelda, kumma korteri ühe ruutmeetri hind tuleb odavam - sellist lähenemist kasutatakse ka aktsiate hindamisel suhtarvude abil. (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 201)



Joonis 1. Võrreldavate suhtarvude meetodi kasutamise järjekord

Allikas: Liivamägi *et al.*, 2022, lk 212

Aktsiate hinnad ei ütle investorile peale vaadatuna sisuliselt midagi – sarnaselt eelmisele näitele, tuleb ka aktsia hind läbi jagada erinevate finantsnäitajatega, et jõuda järeldusteni aktsia turuhinna osas. (*Ibid.*, lk 201)

Võrreldavate suhtarvude meetod võtab ettevõtte väärtuse hindamisel arvesse sarnaste ettevõtetega hiljuti toime pandud tehingute hinna. (Zirnask, 2008, lk 126)

P/E (*price-to-earnings*) ehk hinna/puhaskasumi suhe näitab ettevõtte praegust turuväärtust suhtena sellele teenitud kasumile. P/E suhtarv näitab ka aktsia tasuvusaega, st see annab investorile ülevaate kui mitme aasta jooksul tasuvad aktsiatele tehtavad kulutused end ära. (Tearu & Krumm, lk 37) P/E suhtarvu puhul tuleb oma tähelepanu tuua sellele, et usaldusväärse tulemuse puhul peab arvesse võtma viimase 12 kuu kasumit aktsia kohta ning selle suhtarvu puhul ei piisa nt ainult kuue kuu näitajate arvestamine (Liivamägi *et al.*, 2020, lk 230)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{aktsia jooksev turuhind}}{\text{puhaskasum aktsia kohta}} \quad (8)$$

Kui P/E suhe on näiteks 10, siis see tähendab, et ettevõtte praegune turuväärtus on kümme korda suurem kui tema varasemad või oodatava puhaskasumi suhtes. Kui aga ettevõtte ostetakse tervikuna, siis näitab P/E suhe aastate aru, mis kulub investeringu tagasimaksmiseks püsiva sissetuleku juures. (Schmidlin, 2014, ptk 7) Selleks aga, et aru saada, kas P/E suhtarvu tulemus

indikeerib madalale või kõrgemale hinnale, tuleb seda võrrelda mõne teise ettevõtte P/E suhtarvuga (või mitmete), kes tegutseb hinnatava ettevõttega samas valdkonnas (nt konkureeriv firma). Samas tööstusharus ettevõtete suhtarvude võrdlemine annab tunduvalt täpsema tulemuse, kui võrrelda nt tehnoloogiaettevõtet jaekaubanduse ettevõttega. Juhul kui kahe või mitme ettevõtte suhtarvu võrdluses selgub, et ühel ettevõttel on P/E suhtarv tunduvalt odavam, oleks mõistlik investeerida madalama P/E suhtarvuga ettevõttesse. (Liivamägi *et a.*, 2020, lk 230) P/E suhtarv sõltub väga palju ka majanduse üldolukorrast ja kiiresti arenevate sektorite hindamise puhul võib tulla suhtarvu tulemus üsna kõrge väärtusega. Kõige kõrgema P/E suhtarvudega sektorit peetakse tehnoloogia-sektoriks, sest seal toimub kiirem areng võrreldes teiste majandussektoritega. (Teearu & Krumm, lk 37)

P/E suhtarvu edasiarendus on PEG, mis võtab võrdlemises arvesse ka erinevate kasvukiirustega ettevõtteid. PEG on P/E suhtarv, mis on korrigeeritud kasvutempoga. Selleks, et leida PEG suhtarvu tulemus, tuleb P/E suhtarv läbi jagada oodatava kasvumääraga. Kui P/E suhtarv võiks jääda „kokkulepitud reeglite“ järgi 15-20 paiku (tegelikud väärtused on mõjutatud eri sektoritest), siis PEG väärtus võiks jääda alla ühe. (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 206-207)

P/B (*price-to-book*) suhtarv on hind jagatud aktsia raamatupidamisliku väärtusega (Teearu & Krumm, lk 37)

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{raamatupidamislik väärtus aktsia kohta}} \quad (9)$$

Kui P/B suhtarv on ühest suurem, hinnatakse seda ettevõtet tema raamatupidamisväärtusest kõrgemaks (Teearu & Krumm, lk 37). Madalama P/B suhtarvuga (<1) aktsia viitab soodsamale aktsiale turul, mis on üldjuhul investoritele atraktiivne, sest teoorias saaks kogu ettevõtte osa ja likvideerida raamatupidamisväärtuses. P/B suhe näitab, kui palju on turul toimetavad investorid nõus maksma ettevõtte netovara eest. (Schmidlin, 2014) P/B suhtarvu hindamisel tuleks meeles pidada seda, et P/B väärtus võib samuti varieeruda sektorite kaupa ja sarnaselt P/E suhtarvule, võib selle suhtarv tehnoloogia-sektoris tõusta lausa 4 – 5 juurde (väga kõrge kasvuootusega ettevõtete puhul võib ka kuni 10 – 20 vahemikku pürgida, aga seda esineb pigem harva) (Liivamärgi *et al.*, 2022, lk 208).

Kolmas suhtarv, mida kasutatakse võrreldavate suhtarvude meetodite rakendamisel on hinna ja rahavoo suhtarv ehk siis P/CF (*price-to-cash flow*) suhtarv. Hinna ja rahavoo suhe võrdleb ettevõtte turuväärtust äritegevuse rahavooga. See suhtarv sobib väga hästi ettevõtetele, kellel on suured sularahata kulud (amortisatsioon) (Hayes, Price-to-Cash Flow, 2022) Järgnev valem tähistab P/CF valemit:

$$\frac{P}{CF} = \frac{\text{Aktsia hind}}{\text{Vaba rahavoog aktsia kohta}} \quad (10)$$

P/S (*price-to-sales*) suhtarvu puhul jagatakse aktsia hind käibega. See näitab, kui suur on ettevõtte turuväärtus võrreldes ettevõtte käibega. P/S suhtarvu korral tuleb võrrelda ka aktsiahinna teisi suhtarve. (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 204 – 205) Järgmine valem tähistab P/S valemit:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Aktsia hind}}{\text{Käive (ka müük, tulu) aktsia kohta}} \quad (11)$$

Kui on kasutatud hindamisel P/E, P/B ja P/CF suhtarve, siis järgmine samm on anda hinnang ettevõtte kogutulule ehk kasutusele võtta P/S suhtarv. Hinna/käibe suhtarv on sobiv hindamismeetod, sest käive (ehk müük) on vähem manipuleeritav raamatupidamislikult – kui aktsionäride omakapital ja ka kasum on allutatud raamatupidamislikule manipulatsioonile, siis müük on enamjaolt sõltumatu teistest arvudest. Samuti saab kasutada P/S suhtarvu ettevõtte hindamiseks juhul kui ettevõtte teatab kahjumist, aga ainult sel juhul, kui tulevikus on kindlustatud kasumi kasv. (Schmidlin, 2014, ptk 7)

Suhtarvud, mis autori poolt välja toodi, võrdlevad aktsionäridega seotud tulemusnäitajaid aktsia turuväärtusega, kuid ettevõtte väärtuse hindamisel saab arvesse võtta ka võla ning rahahoiuste turuväärtust – selle tagamõte seisneb selles, et kui investor soovib osta ettevõtet, siis ostab ta ka välja nii aktsionärid kui ka võlausaldajad, et saada kätte kõik rahavood. Nendeks suhtarvudeks on EV/EBITDA ja EV/EBIT, mis annavad ettevõtte suhtelise väärtuse kohta informatsiooni. EV (*enterprise value*) esindab valemis ettevõtte väärtust, mis võtab lisaks omakapitalile arvesse ka võõrkapitali (nt laenukoormus). (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 210, Schmidlin, 2014, ptk 7) Järgmine valem tähistab ettevõtte väärtust:

$$EV = \text{omakapitali turuväärtus} + \text{laenude turuväärtus} - \text{raha ja selle ekvivalendid} \quad (12)$$

$$\frac{EV}{EBITDA} \quad (13)$$

EBITDA kajastab ettevõtte rahateenimise võimetust, sest ta on avaldunud intresside-, maksude-, ja kulumieelse kasumina. Inglise keeles *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* ehk lühendatult EBITDA. (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 210) Kuna EV võtab arvesse ka võõrkapitali, siis näiteks kõrge võlakoormus muudab automaatselt ettevõtte investori jaoks vähem atraktiivsemaks. EV/EBITDA suhtarv sobib väga hästi võrdlemiseks tööstussektoris. (Schmidlin, 2014)

1.3. Ettevõtte väärtuste hindamine jaekaubanduses

Jaemüük on valdkond, kus valitseb tugev konkurents ning tegutseb lai valik ettevõtteid. Kogetakse nii logistilisi riske kui ka teostusriske, mis sõltuvad väga palju makromajanduslikest teguritest nagu tööjõupuudus. Turud on kohalikud või piirkondlikud ning neid mõjutavad hooajalisus, moerisk (riidekauplused), tarbijate kulutused, trendid ja massiliikumised jms. (Alam, 2016)

Jaekaubanduse sektoris tegutseva ettevõtte hindamisel tuleb võtta arvesse erinevaid tegureid, mis võivad erineda tavafirma hindamisest.

Tegurid, mida tuleb arvesse võtta jaekaubanduses tegutseva ettevõtte väärtuse hindamise puhul:

- 1) Hooajalisus: tihtipeale kogevad jaekaubanduses tegutsevad firmad hooajalist sissetulekut ja ka kasumi kõikumist (Marcos ja Martins, Retail Industry: seasonality..., 2011)
- 2) Ilmastikuolud: temperatuur, sademed ja tuul, mõjutavad jaekaubanduse müüki, eriti välistingimustes asuvates kauplustes. Nt kui temperatuur tõuseb, siis inimesed külastavad rohkem välistingimustes paiknevaid kauplusi, kus on müügil jahutusjooke jne. Samas võivad tugevad sademed ja tuul vähendada inimeste soovi külastada välistingimustes asuvaid kauplusi. (Rose ja Dolega, 2021)
- 3) Tarbijatrendid: tarbijaeelistuste, käitumiste ja trendide muutused võivad mõjutada jaemüügifirma toodete ja teenuste nõudlust. Kliendid liiguvad ettevõtetesse, mis suudavad kiiremini tuvastada võimalusi ning väärtusi kliendile, tuginedes trendide analüüsile demograafilises, majanduslikus, tehnoloogilises ja sotsiaalses keskkonnas. (Czarniewski, Changes in consumer behaviour..., 2014)

Neid tegureid arvesse võttes, on jaekaubanduses tegutsevate ettevõtete väärtuse hindamiseks parimad meetodid need, mis võtaks arvesse ettevõtte unikaalseid omadusi. Need meetodid võiksid olla:

- 1) Võrreldavate suhtarvude meetod väärtussuhtarvudega: P/S, P/B ja EV/EBITA suhtarv
- 2) Diskonteeritud rahavoogude meetod

1.4. Tundlikkusanalüüs

„Tundlikkusanalüüs on tõend selle kohta, et hindamine on sama palju kunst kui ka teadus“ (Rosenbaum ja Pearl, 2022, ptk 3)

Tundlikkusanalüüs määrab, kuidas erinevate sõltumatute muutujate väärtused mõjutavad antud eelduste kogumiga seotud kindlat sõltuvat muutujat – st, et tundlikkusanalüüsiga uuritakse, kuidas matemaatilise mudeli erinevad ebakindlad allikad aitavad kaasa mudeli üldisele ebakindlusele. (Kenton, Sensitivity..., 2022) Tundlikkusanalüüsi kasutatakse enamjaolt järgmistes karjäärivaldkondades: keemia, sotsiaalteadused, äri, metaanalüüs, tehnika ja keskkond. (Indeed, 2023)

Väga tihti kasutatakse tundlikkusanalüüsi ärimaailmas ja finantsvaldkonnas, enamasti rakendavad ärimaailmas tundlikkusanalüüsi oma igapäeva töös finantsanalüütikud ja majandusteadlased. Tundlikkusanalüüsi kasutatakse majanduses (Kenton, Sensitivity..., 2022):

- 1) Mõjutavate tegurite mõistmiseks – kuidas ja millised erinevad välistegurid mõjutavad kindlat projekti
- 2) Ebakindluse vähendamiseks – kompleksemad tundlikkusanalüüsi mudelid õpetavad mudeli kasutajaid erinevate projekti mõjutavate elementide osas.
- 3) Vigade ennetamiseks ja tabamiseks – algsetes analüüside eeldustes võib olla veel tabamata vigu
- 4) Mudeli lihtsustamiseks – tundlikkusanalüüsi tehes saavad mudeli kasutajad paremini aru, millised tegurid ei oma tähtsust ja mida saab mudelist eemaldada
- 5) Tulemuste edastamiseks – kõrgem juhtkond võib olla uute ettevõtmiste osas kaitsvad ning erinevate olukordade analüüsi koostamine võib aidata juhte teavitada muudest tulemustest, millest võidakse huvitatud olla

- 6) Eesmärkide saavutamiseks – juhtkond võib koostada pikemaajalisi strateegilisi plaane, mis peavad vastama erikriteeriumitele. Tundlikkussanalüüsi tulemustena võib ettevõtte paremini aru saada, kuidas võib projekt muudta ja millised tingimused peavad olema täidetud, et eesmäärke saavutada.

Tundlikkussanalüüsi kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamisel, sest DCF hõlmab mitmeid eeldusi, millest igäüks võib hinnangule mõju avaldada – seetõttu vaadatakse DCF tulemust hindamisvahemikus. DCF-i peamised hindamistegurid on WACC ja püsiv kasvumäär. Lisaks tehakse tavaliselt täiendav tundlikkussanalüüs peamiste finantstegurite nagu müügikasvu ja kasumimarginaalide (EBITDA, EBIT) kohta. Pärast diskonteeritud rahavoogude hindamisvahemiku kindlaks tegemist tuleks tulemusi võrrelda ka teiste hindamismeetoditest saadud vahemikega (sarnaselt võrreldavate suhtarvude meetodile). Juhul kui tulemuse erinevused on olulised, tuleks eeldused uuesti sooritada ja vajadusel täpsustada, et vältida vigu nagu ebarealistlikke finantsprognose, vead WACC ja lõppväärtuse eelduses jms, mis võivad moonutada DCF tulemust. (Rosenbaum ja Pearl, 2022, ptk 3)

Tippjuhid saavad tundlikkussanalüüsi abil prioritiseerida meetmeid, mis väärtust oluliselt mõjutavad. Investorige seisukohalt võib tundlikkussanalüüs keskenduda sellele, milliseid sisendeid tuleks edasi uurida ja hoolikamalt jälgida. (Koller *et al.*, 2020, lk 360)

2. APRANGA APB

2.1. Apranga APB tutvustus

Apranga APB on juhtiv Balti riikides tegutsev kontsern, mis tegeleb moekaupade jaemüügiga ning omab partnerlussuhteid Euroopa ja maailma tuntud kaubamärkide esindajatega. Apranga kontserni koosseisu kuulub emaettevõtte Apranga APB ja 25 tütarettevõtet nii Eestis, Lätis kui ka Leedus. Apranga APB kontsernil on mitmete rahvusvaheliste moebrändidega frantsiisilepingud, mille alusel ettevõtte opereerib nende kauplusi Balti riikides. (Apranga, 2023)

Apranga APB grupi üheks eesmärgiks on teha koostööd kõige kiiremini kasvavate ning kommertsedu saavutanud globaalsete brändide ja jaekettidega. Nende teiseks eesmärgiks on avada kaupluseid, mis vastaks kõrgeimatele Euroopa disaini- ja tehnoloogianõuetele. Viimaseks eesmärgiks on kasutada parimal viisil turuliidri võimu ja konkurentsituatsiooni kiiret arengut. (Apranga 2022. majandusaasta aruanne)

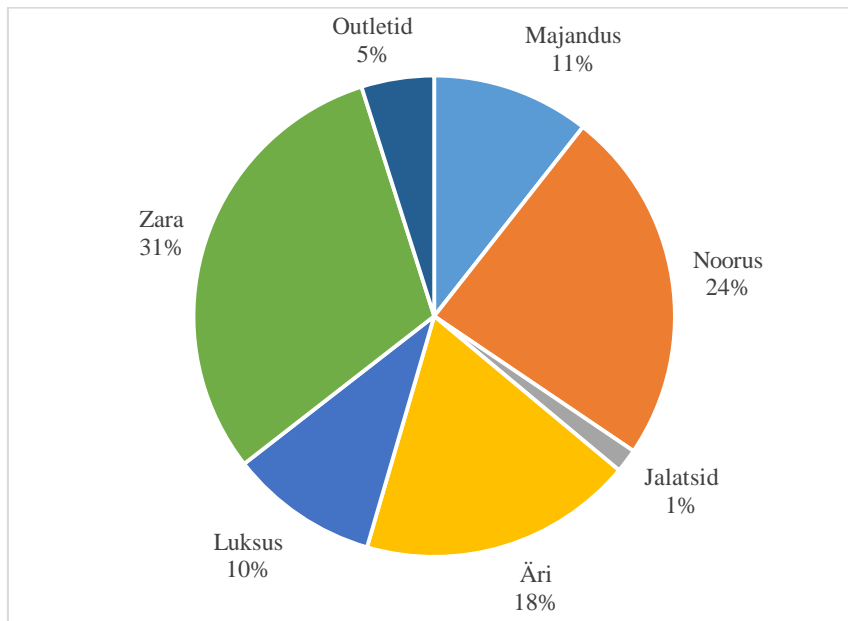
Apranga kontsern arendab seitsme erineva profiiliga jaemüügiketti või üksiku kaubamärgi kauplusi. 2004. aastal allkirjastati ettevõtte Inditexiga frantsiisileping, et omada õigust Zara kaupluste avamise üle Balti riikides. (*Ibid.*)

Tabel 3. Apranga APB jaemüügiketti kuuluvad ettevõtted

Segment	Ettevõtted
Majandus	Apranga, Tom Tailor, s.Oliver, Orsay
Noorus	Aprangos galerija, Moskito, Mango, Bershka, Pull&Bear, Stradivarius, Desigual, Oysho, A X Armani Exchange
Äri	City, Massimo Dutti, Strellson, Marella, Pennyblack, Coccinelle, Tommy Hilfiger, Zara Home, Karen Millen, Calvin Klein Underwear, Liu Jo, MAX&Co
Luksus	Burberry, Emporio Armani, Hugo Boss, Ermenegildo Zegna, MaxMara, Weekend MaxMara, Marina Rinaldi, Mados Linija, Nude, Sandro, Maje, Hugo
Zara	-
Outletid/tühjendusmüük	Apranga išparduotuvè, Outlet Space
Jalatsid	Aldo

Allikas: Apranga APB 2022. aasta majandusaasta aruanne

Zara segment moodustab Apranga kogukäibest kõige suurema osa - 31%. Kõige väiksema osa Apranga APB kogukäibest moodustab jalatsite segment. (Apranga 2022. majandusaasta aruanne)



Joonis 2. Apranga APB jaemüügikäive segmentide lõikes aastal 2022
Allikas: Apranga APB 2022. majandusaasta aruanne

Frantsiisivõtjad saavad tarnitud Inditex grupi poolt, kuid Läti ja Eesti turul tegutsevad mittesidusettevõtted SIA Apranga ja Apranga OÜ tarnitakse Apranga APB poolt. Frantsiisivälised ettevõtted (Apranga SIA ja Apranga OÜ) müüvad oma kaupu nii Läti kui ka Eesti turgudel, samal ajal kui Leedus müüakse kaupu Apranga APB enda poolt. Apranga SIA ja OÜ kuuluvad Apranga kontserni alla, kuid nad võivad tegutseda eraldi ja omada erinevat juhtimist. (Apranga 2022. majandusaasta aruanne)

Apranga grupi tütarettevõtete muster on viimaste aastate jooksul püsinud muutumatuna. Apranga APB omab Balti riikides kokku 168 poodi ning 200 brändi. 31.12.2022 seisuga oli grupil 2 139 töötajat. (*Ibid.*)

2.3. Apranga APB aktsia hind

APB Apranga aktsiakapital on 16 034 668,40 eurot ning see jaguneb 55 291 960 aktsiaks, nominaalväärtusega 0,29 eurot tükk. Apranga APB aktsiad noteeriti Nasdaq Vilniuse börsil esmakordselt 26.05.1997 ning alates 2005. aastast oli ettevõtte noteeritud ka Balti aktsiate nimekirjas. (Apranga, 2023)

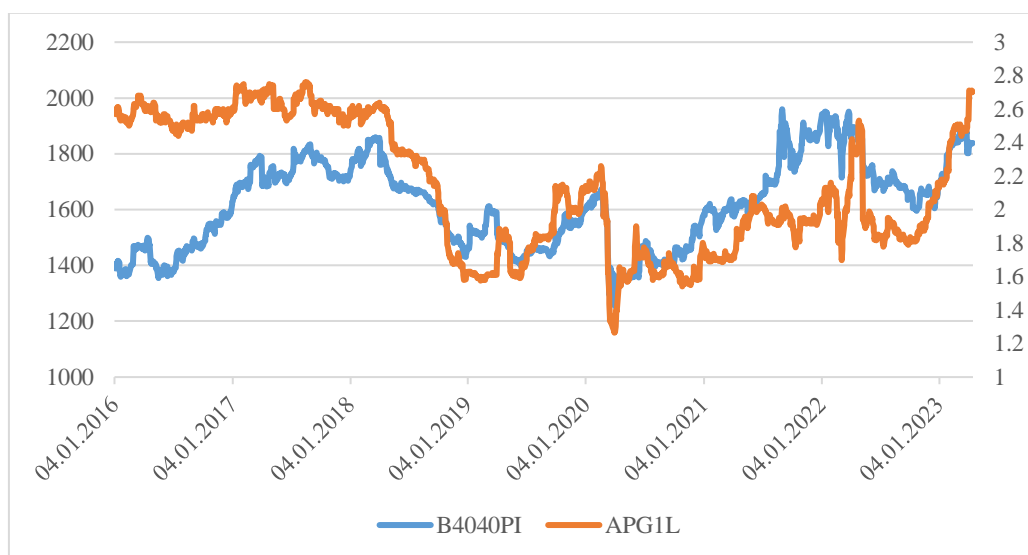
APB Apranga aktsia lühinimi on APG1L ning aktsia ISIN on LT0000102337 (Nasdaq OMX Baltic, 2023). APB Apranga aktsionärid suurema osalusega kui 5% on toodud tabelis 4.

Tabel 4. APB Apranga aktsionärid (osalusega $\geq 5\%$)

Nimi	Osalus (%)
UAB „MG Baltic Investment“	62,3%
UAB „Minivista“	13,1%
Swedbank AS (Estonia) clients	6,6%

Allikas: Nasdaq OMX Baltic (2023)

Joonisel 3 on töö autor toonud võrdluseks graafiliselt Apranga APB aktsia APG1L hinna ning Balti börsi jaemüügi indeksi B4040PI sulgemishindade liikuvuse aastatel 2016 kuni 2023.



Joonis 3. Apranga APB aktsia ja sulgemishind ja börsi indeks B4040PI Jaemüük perioodil 2016 – 2023

Allikas: Nasdaq OMX Baltic (2023)

Joonisel 3 kujutatud Apranga APB aktsia ning börsi jaemüügi indeksi sulgemishinna graafikud liiguvad üsna sarnases tempos – on näha mõlema näitaja puhul, et alates 2018 aasta jooksul hakkas toimuma langus, peale mida tuli 2019 tõus ja pandeemia tõttu said nii Apranga APB aktsia kui ka börsi jaemüügi indeks B4040PI tugevalt mõjutatud. Alates 2021. aastast on taas hakanud hind ja indeks tõusma.

Tabel 5. APB Apranga aktsia sulgemishinnad perioodil 2016 – 2022

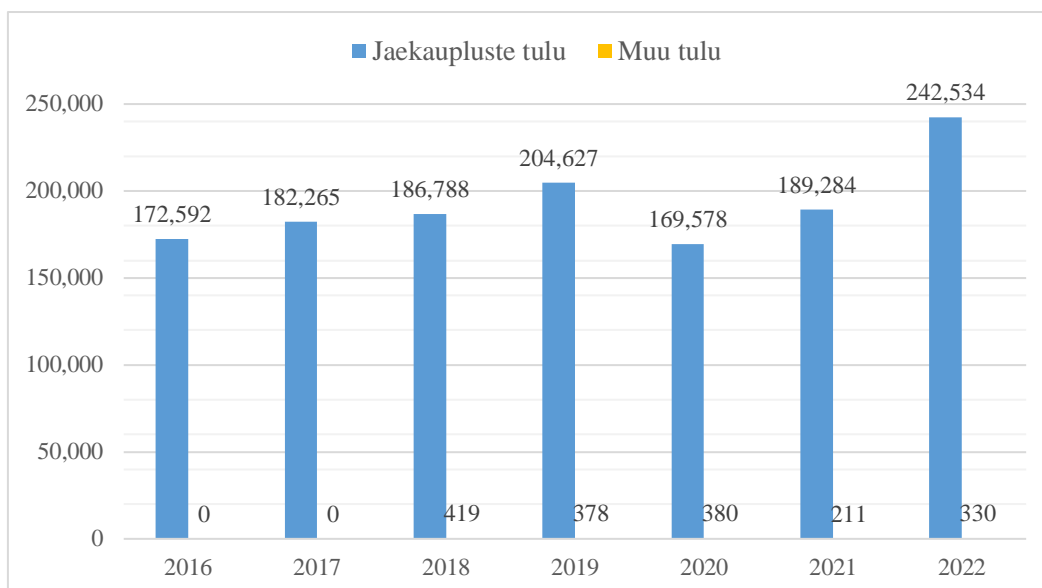
Aasta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
APG1L	2,13	2,60	2,62	2,58	2,57	2,53	1,6	2,11	1,8	1,93	2,16
Muutus (%)	-	22%	1%	-2%	0%	-2%	-37%	32%	-15%	7%	12%
Indeks B4040PI	1096	1229	1196	1324	1455	1739	1674	1498	1460	1704	1753
Muutus (%)	-	12%	-3%	11%	10%	20%	-4%	-11%	-3%	17%	3%

Allikas: Nasdaq OMX Baltic (2023) ja autori arvutused

Tabelis 6. on toodud APB Apranga aktsia ning Balti börsi indeksi B4040PI sulgemishind perioodil 2012 kuni 2022. Tabelist on näha, et APG1L aktsia hind on sarnases liikumises jaemüügi indeksi B4040PI muutusega.

2.4. Apranga APB finantsnäitajad

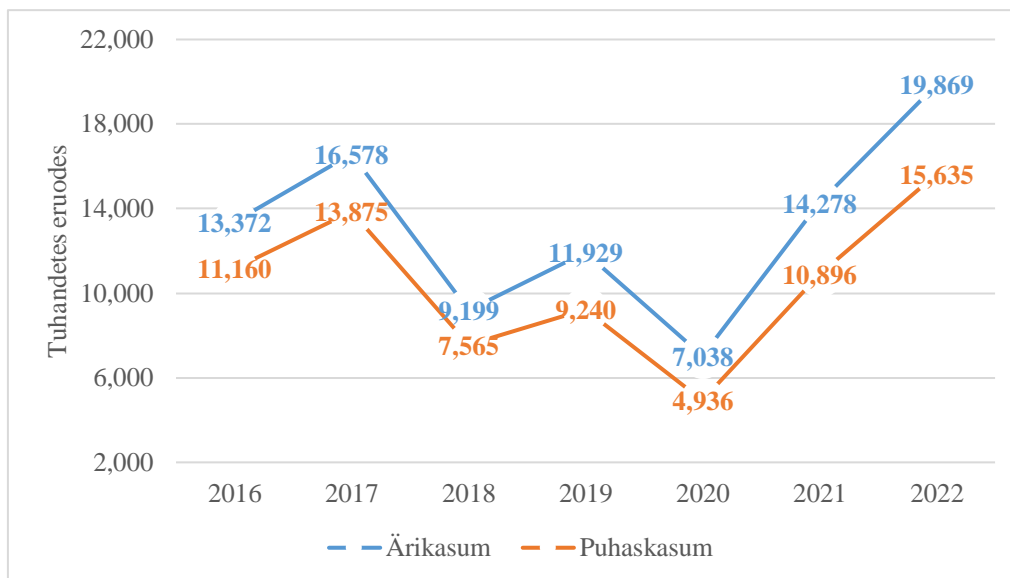
Apranga APB põhiline müügitulu moodustub 99% ulatuses jaemüügikauplustest teenitud ja veebikauplusest teenitud tulust. Üle 95% müügitulust moodustab rõivaste müük (sh ka veebimüük) ja ülejäänud müügitulu tuleb vastavate spetsialiseeritud kaupluste jalatsite ja kodutarvete müügist. (Apranga 2022. majandusaasta aruanne)



Joonis 4. Apranga APB tulud segmentide järgi aastatel 2016 – 2022

Allikas: Autori koostatud joonis Apranga APB 2016 – 2022 konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal

Covid-19 pandeemia tõttu suleti alates 2020. a märtsist kuni 2020. a aprillini kõik Apranga kauplused Leedus ja Eestis. See mõjutas oluliselt ettevõtte müügitulu ja finantsolukorda, ärikasum langes 2020. aastal 17% ning puhaskasum 47%. (Apranga APB majandusaasta aruanded 2019 – 2020) E-kaubanduse kiire kasv ja füüsiliste kaupluste müügi taastamine 2021. aastal aitasid Apranga APB grupil kasumlikult opereerida. Arvestades sisse ka 2020. aasta puhaskasumi langust, sai autor viimase seitsme aasta puhaskasumi keskmiseks kasvumääraks 19,75%. (Apranga APB majandusaasta aruanded 2016 – 2022)



Joonis 5. Apranga APB puhas- ja ärikasum aastatel 2016 – 2022

Allikas: Autori koostatud joonis Apranga APB 2016 – 2022 majandusaasta aruannete põhjal

Töö autor on võrrelnud Apranga APB 2022. aasta seisuga suhtarve Eesti jaekaubanduses tegutsevate ettevõtete suhtarvudega. Eesti jaekaubanduse tegevusalal tegutsevate ettevõtete suhtarvud on saadud Eesti Statistikaameti andmebaasist. Analüüsitud statistika kõige uuemad andmed on aastast 2021, mispärast kasutab töö autor analüüsis nii 2019. kui ka 2021. aastate keskmist, jättes välja 2020. aasta suhtarvud Covid-19 pärast. Eesti Statistikaameti andmebaasi alusel tuletatud suhtarvud on välja toodud lisas 4.

Apranga APB 2022. aasta likviidsussuhtarvud on välja toodud Tabelis 6. Tuletatud suhtarvudest saame järeldada, et Apranga APB keskmine lühiajalise võlgnevuse kattekordaja aastal 2022. on 1,69, Eesti jaekaubanduse keskmine aastate 2019 ja 2021 alusel on 1,38. Tavaliselt peetakse lühiajalise võlgnevuse kattekordajat vahemikus 1,2-1,6 heaks ja üle 1,6 suurepäraseks (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 157). Apranga APB ületav tulemus viitab aga sellele, et ettevõttel on piisavalt lühiajalisi varasid, et maksta ära oma lühiajalised kohustised.

Ettevõtte viimase aasta keskmine likviidsuskordaja (*current ratio*) on 0,65, mis ühtib Eesti jaekaubanduse 2019. ja 2021. aasta keskmise likviidsuskordaja tulemusega. See näitab Apranga APB võimet tasuda oma lühiajalisi kohustisi kasutades oma käibevara, mida võib pidada heaks tulemuseks.

Tabel 6. Apranga APB likviidsuse suhtarvud 2022. aastal võrreldes Eesti jaekaubanduse keskmistega aastatel 2019. ja 2021.

Likviidsussuhtarv	Apranga	Eesti jaekaubanduse keskmine
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	1,69	1,38
Likviidsuskordaja	0,65	0,65

Allikas: Autori arvutused Apranga APB 2022. auditeeritud majandusaasta aruande põhjal ning Eesti Statistikaameti tabel EM001 ja EM009 (Lisa 4. ja 5.).

Tasuvussuhtarvude puhul saame hinnata ettevõtte kasumlikkust (Liivamägi *et al.*, 2022, lk 160). Apranga APB 2022. aasta keskmine puhaskasumi marginaal on 6% ning ärikasumi marginaal 8%. Eesti jaekaubanduses tegutsevate ettevõtete keskmised on vastavalt 5,85% ja 15,26% (Lisa 4.). Apranga APB puhas- ja ärikasumi marginaalid on tunduvalt kõrgemad kui Eesti jaekaubanduse keskmised, mis on ettevõtte puhul hea tulemus.

Võrdlusesse on võetud ka ettevõtte kapitalil põhinevaid suhtarve: ROA ja ROE. Varade puhasrentaablus (ROA) näitab puhaskasumit koguvarade suhtes ning omakapitali puhasrentaablus (ROE) näitab, mitu eurot puhaskasumit teenitakse iga investeeritud euro kohta (Liivamägi *et al.*, 2022). Apranga APB 2022. aasta ROA oli 10% ning ROE 25%, Eesti jaekaubanduse 2019. ja 2021. aasta keskmine ROA 5,85% ning ROE 15,26% (Lisa 4.).

Tabel 7. Apranga APB tasuvus suhtarvud aastal 2022 ning Eesti jaekaubanduse keskmine aastatel 2019 ja 2022

Suhtarv	Apranga	Eesti jaekaubanduse keskmine
Puhaskasumi marginaal	6%	3,16%
Ärikasumi marginaal	8%	3,03%
ROA %	11%	5,85%
ROE %	25%	15,26%

Allikas: Apranga APB 2022 auditeeritud aruanne, Eesti Statistikaamet tabel EM001 ja autori arvutused (Lisa 4.)

Ettevõtte finantsvõimenduse suhtarvud aitavad hinnata ettevõtte tegutsemisvõimet. Võlakordaja näitab, et kui suur osa ettevõtte varadest finantseeritakse laenuvahenditega. (Liivamägi *et al.*, 2022; Arhipov, Finantsaruannete analüüs, 2020). Apranga APB võlakordaja on 0,58, mis viitab sellele, et ettevõtte varasid finantseeritakse enamasti omakapitalist (Apranga 2022. auditeeritud aruanne; Arhipov, Finantsaruannete analüüs, 2020).

Tabelis 8 on toodud Apranga APB efektiivsuse ehk toimimise suhtarvud. Varude käibekordaja näitab, kui mitu eurot tootis iga varudesse investeeritud euro, üldiselt mida kõrgemad tulemused, seda efektiivsem varude kasutamine (Arhipov, Finantsaruannete analüüs, 2020). Apranga APB varude käibekordaja on kuus, mis on jaekaubanduse sektori kohta hea tulemus. Varude käibevalde

näitab kui kiirelt ettevõtte oma varud rahaks muudab – Apranga APB puhul on 2022. aasta keskmine varude käibevälde 62 päeva. (Apranga 2022. auditeeritud aruanne)

Tabel 8. Apranga APB efektiivsuse ehk toimimise suhtarvud

Suhtarv	2022
Varude käibekordaja	6
Varude käibevälde	62
Varade käibekordaja	1,64
Varade käibevälde	223
Debitoorse võlgnevuse käibekordaja	136
Raha keskmine laekumisperiod	3
Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja	9
Kreditoorse võlgnevuse käibevälde	40

Allikas: autori arvutused Apranga APB 2022 auditeeritud aruande põhjal

Varade käibekordaja näitab, kui tõhusalt ettevõtte kasutab oma varasid ning mida kõrgem näitaja on, seda paremini ettevõtte oma varasid kasutab (Arhipov, Finantsaruannete analüüs, 2020). Apranga APB viimase aasta keskmine varade käibekordaja on 1,75 tabeli 9 alusel. Eesti jaekaubanduse 2019. ja 2022. aasta keskmine varade käibekordaja on 0,60 (Lisa 4). Apranga APB varade käibekordaja on suhteliselt kõrge võrreldes Eesti jaekaubanduse keskmisega, mis võib viidata ettevõtte tõhusale varade kasutamisele – see on positiivne näitaja Apranga kasumlikkuse ja ressursikasutuse kohta.

Mida väiksem debitoorse võlgnevuse käibekordaja tulemus, seda kiiremini saab ettevõtte oma raha klientidelt kätte (Arhipov, Finantsaruannete analüüs, 2020). Apranga APB 2022. aasta keskmine raha laekumisperiod on kolm päeva. Kreditoorse võlgnevuse käibevälde näitab, et mida pikem on järelmaksu period, seda kauem hoiab ettevõtte raha oma halduses (Arhipov, Finantsaruannete analüüs, 2020). Apranga APB viimase seitsme aasta keskmine kreditoorse võlgnevuse käibevälde on 37. päeva. (Apranga APB 2022. aasta auditeeritud aruanne)

2.5. Jaekaubanduse sektori analüüs

Apranga APB tegutseb jaekaubandus sektoris – teised suuremad ettevõtted, mis tegutsevad jaekaubanduse sektoris on nt H&M Hennes & Mauritz, Stockmann Group PLC, LPP SA, Next PLC, TKM Grupp AS jt.

Apranga grupi tegevust mõjutab suuresti üldine majanduslik olukord, eriti majandustsüklid, kus ettevõtte tegutseb. Samuti on valdav tegur konkurentsirisk, Apranga APB tegutseb üha intensiivsema konkurentsiga rõivaturul. Nad laiendavad ning kaasajastavad pidevalt oma kaupluseketti ning viivad sisse parendusi oma müügi- ja turundusstrateegiatesse. (Apranga 2022. majandusaasta aruanne)

Enim omab mõju jaekaubandussektoris tegutsevatele ettevõttele ilmastikuolud, mis võivad mõjutada nende tulemusi – lisaks ei saa ilmastikku eriti kindlalt ette prognoosida. Ebasoodsad ilmastikuolud võivad ettevõtte finantstulemustele mõjuda negatiivselt, nagu näiteks liiga külm ilm suvehooaja rõivaste müügile ning vastupidi. (*Ibid.*)

Tabel 9. Jaekaubandussektori suuremate ettevõtete suhtarvud seisuga 31.12.2022

Suhtarv	Apranga	H&M	Stockmann	TKM Grupp
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	1,69	1,16	1,07	0,7
Likviidsuskordaja	0,65	0,54	0,58	0,24
Puhaskasumi marginaal	6%	2%	10%	3,42%
Ärikasumi marginaal	8%	3%	16%	4,63%
ROA %	11%	2%	8%	5%
ROE %	25%	7%	30%	12%

Allikas: Autori arvutused Apranga APB, H&M, Stockmann PLC ja Tallinna Kaubamaja Grupp AS 2022. aasta majandusaasta aruande põhjal

Tabelis 9. on näha, et analüüsitud suurimate jaekaubanduse ettevõtete lühiajalise võlgnevuse kattekordaja jääb keskmiselt 1,15 kanti. Apranga APB näitaja on küll kõrgem võrdlusgrupi omadest, kuid mitte suures osas. Küll aga on Apranga ja Stockmanni ROA ning ROE üsna kõrgel tasemel võrreldes H&M ja TKM Grupiga.

Tabel 10. Eesti jaekaubanduse tegevusala ettevõtete majandusnäitajad aastatel 2016 – 2021

Majandusnäitaja	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Kogukulude suhe müügituluse	98,55%	98,47%	98,56%	98,22%	98,01%	97,34%
Tooraine jms suhe müügituluse	0,66%	0,71%	1,38%	1,47%	1,44%	1,35%

Tööjõukulude suhe müügitulusse	9,11%	9,22%	9,56%	9,57%	9,58%	9,21%
Põhivara kulumi suhe müügitulusse	1,29%	1,34%	1,21%	1,46%	1,80%	1,63%
Materiaalse põhivara investeringute suhe müügitulusse	1,99%	2,27%	2,08%	2,26%	2,18%	1,96%

Allikas: Autori arvutused Eesti Statistikaamet tabeli EM001 alusel (vt Lisa 4.)

Töö autor on toonud Eesti jaekaubanduse ettevõtete 2016. kuni 2021. aasta majandusnäitajad välja Lisas 4. Tabel 10. arvnäitajad on arvutatud autori poolt lisas 4 toodud tabeli alusel.

3. APGRANGA APB VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Ettevõtte väärtuse leidmine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel

3.1.1. Apranga APB vabade rahavoogude prognoos

Apranga APB vaba rahavoog prognoos teostakse järgmiseks viieks aastaks ehk aastateks 2023 – 2027, peale mida kasutatakse terminaalväärtust jätkuvaks prognoosiks

Tabel 11. Apranga APB müügitulu aastatel 2016 – 2022

tuh, €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	172 592	182 265	187 207	205 005	169 958	189 745	242 899
Muutus %	-	5,60%	2,71%	9,51%	-17,10%	11,64%	28,01%

Allikas: Autori koostatud tabel Apranga APB 2016 – 2022 auditeeritud aruannete põhjal

Apranga APB viimase seitsme aasta keskmine müügitulu kasvumäär on 6,73% aastas, Eesti jaekaubanduse ettevõtete müügitulu seitsme aasta keskmine kasv on Lisa 4 alusel 7,25%. 2018. aasta madalamat kasvu põhjustas liiga külm ilm esimeses kvartalis ja liiga soe ilm kolmandas kvartalis, mis põhjustasid uue hooaja kaupade halva müügi. Lisaks alates 2017. aasta algusest muudeti grupi ja Inditexi koostöö ärimudelit ning üleminek uuele mudelile mõjutas finantstulemusi negatiivselt. 2020. aastal müügitulu langes 17% ulatuses pandeemia tõttu. (Apranga 2016 – 2022 majandusaasta aruanded)

Grupp plaanib saavutada 2023. aastal 5% võrra kõrgema käive kui 2022. aastal (Apranga APB 2022 auditeeritud aruanne). Konservatiivsuse alusel ei hinda töö autor 2023. aasta müügitulu kasvu 5%, arvestades 2022. aasta neljanda kvartali Eesti negatiivset SKP-d -4,1% (Eesti Statistikaamet, 2023). Kuid kuna Apranga APB on Balti riikides üks juhtivaid jaekaubanduse ettevõtteid ning ettevõtte on oma igaaastased müügitulu prognoosid ja eesmärgid täitnud, siis võeti müügitulu esimese aasta kasvumäärkas 4%.

Tabel 12. Apranga APB kulude analüüs aastatel 2016 – 2022

tuh, €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tegevuskulud	9 584	10 728	11 077	12 442	12 687	14 156	18 803
Muutus %	-	5,60%	3,25%	12,32%	1,97%	11,58%	32,83%

Müügikulud	55 995	58 651	58 651	60 808	52 132	56 575	73 462
Muutus %	-	5,60%	4,51%	7,66%	-17,08%	6,08%	34,56%
Müüdnud kaupade kulud	94 389	100 473	106 197	115 795	98 812	107 515	131 555
Muutus %	-	6,45%	5,70%	9,04%	-14,67%	8,81%	22,36%
Kulude osakaal müügitulust	92,69%	93,20%	95,14%	94,83%	96,93%	94,52%	92,62%

Allikas: Apranga APB auditeeritud aruanded aastatel 2016 – 2022 ning autori arvutused

Ettevõtte tegevuskulude viimase seitsme aasta keskmine kasv on 11,26%, müügikuludel 6,89% ning müüdnud kaupade kulul 6,28%. 2020 kuni 2022 aastatel on olnud kulud mõjutatud pandeemia tagajärjedest – kulud suurenesid kõrgete elektriarvete, palkade, litsentsitasude tõusu jt tegurite tõttu. (Apranga APB 2016 – 2022 auditeeritud aruanded). Eesti jaekaubanduses tegutsevate ettevõtete kulude osakaal keskmisest on aastatel langenud (Tabel 10.), sarnaselt Aprangale.

Antud info alusel analüüsib töö autor müügikulude ja müüdnud kaupade kulu 2023. aasta kasvumääraks 3,5%. Tegevuskulude osakaal kogu müügitulust on tunduvalt väiksem, mistõttu analüüsib töö autor 2023. aasta kasvuks 7%, võttes arvesse ka kõrgeid elektrikulusid, inflatsioonimäära ning palgatõusu.

Tabel 13. Apranga APB põhivara kulumi ja investeeringute analüüs 2016 – 2022

tuh, €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PV kulum	6 157	6 497	6 364	19 007	20 302	19 798	19 037
Muutus %	-	5,60%	-2,05%	198,66%	6,81%	-2,48%	-3,84%
Materiaalse PV investeeringud	4 100	7 200	5 200	12 800	4 400	5 000	3 900
Muutus %	-	5,60%	-27,78%	146,15%	-65,63%	13,64%	-22%
Materiaalse PV investeeringute suhe müügitulusesse	2,4%	4,0%	2,8%	6,2%	2,6%	2,6%	1,6%

Allikas: Apranga APB auditeeritud aruanded aastatel 2016 – 2022 ja autori arvutused

Apranga APB põhivara kulumi kasvu hüpe aastal 2019 on seotud IFRS 16 standardi rakendamisega. Lisas 2. toodud bilansi alusel hakati 2019. aastal kajastama renditava vara (inglise keeles „*right-of-use asset*“) kohustust rendimaksete nüüdisväärtuses (Apranga APB 2019. aruanne; PwC, IFRS 16, 2023). IFRS 16 tõttu vähenesid rendikulud, kuid suurenesid kulumi- ja amortisatsiooni- ning intressikulud. (Apranga APB 2019. aruanne). Seetõttu ei arvesta töö autor

keskmises põhivara kulumi kasvu leidmisel sisse 2019. aastat – kulumi keskmine kasv on 0,81% (va 2019).

Apranga APB viimase seitsme aasta keskmine materiaalse põhivara investeeringute kasv on 7,14%. 2022. majandusaasta aruande alusel plaanib ettevõtte investeerida järgmisel aastal põhivarasse 5 – 8 miljonit eurot. Apranga APB materiaalse põhivara investeeringute suhe müügitulusse on viimase seitsme aasta jooksul keskmiselt 3,2%. Eesti jaekaubanduses tegutsevate ettevõtete keskmine (Tabel 10.) on 2,12%. Võttes arvesse eelmist informatsiooni, prognoosib töö autor põhivara investeeringute kasvumääraks järgmistel aastatel 4%

Tabel 14. Apranga APB tulumaksukulu aastatel 2016 – 2022

tuh, €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tulumaksu kulu	2 180	2 680	1 701	1 754	1 025	2 315	3 110
Muutus	-	5,60%	-36,53%	3,12%	-41,56%	125,85%	34,34%

Allikas: Apranga APB auditeeritud aruanded aastatel 2016 – 2022

Leedus rakendatakse 15% tulumaksumäära kasumilt enne makse (Apranga APB 2022. aruanne). Töö autor leidis tulumaksukulu kasvumäära võttes ruutjuur kuue 2022 aasta kulu ja 2016 aasta kulu jagatisest.

Tabel 15. Apranga APB FCFF prognoosi kasvumäärad

Näitaja	Kasvumäärad				
	2023	2024	2025	2026	2027
Müügitulu	4%	5%	5%	5%	6%
Müügikulu ja müüdnud kaupade kulu	3,5%	4%	4,5%	5%	5%
Tegevuskulud	7%	5%	5%	5%	5%
Tulumaksukulu	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061
Põhivara kulum	0,81	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%
Investeeringud põhivarasse	5,5 milj	4%	4%	4%	4%

Allikas: Autori arvutused ja hinnangud

Tabelis 15. on toodud välja kasvumäärad, mida töö autor on tuletanud analüüsid eelnevate aastate finantsaruandeid. Kasvumäärasid on kasutatud ettevõtte vabade rahavoogude prognoosimisel tabelis 16.

Tabel 16. Ettevõtte vabade rahavoogude prognoos aastateks 2023 – 2027

Näitaja	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Müügitulu	242 899	252 615	265 246	278 508	292 433	309 979
Müügikulu	73 462	76 033	79 074	82 633	86 764	91 103

Müüdid kaupade kulu	131 555	136 159	141 606	147 978	155 377	163 146
Tegevuskulud	18 803	20 119	21 125	22 181	23 291	24 455
EBIT	19 079	20 303	23 440	25 716	27 001	31 276
Tulumaksu kulu	3 300	3 501	3 715	3 941	4 182	4 437
PV kulum	19 037	19 191	19 347	19 503	19 661	19 821
Investeeringud põhivarasse	3 900	5 500	5 665	5 892	6 127	6 372
Käibekapitali muutus	16 468	14 139	14 736	15 416	16 187	17 033
FCFF	14 448	16 355	18 671	19 970	20 167	23 254

Allikas: Autori arvutused

Tabeli 16. alusel sai töö autor vabade rahavoo prognoosi viimasel prognoosiaastal 23,3 miljonit eurot.

3.1.2. Ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine

WACC (inglise keeles *weighted cost of capital*) on kaalutud keskmine kapitali kulu, mida ettevõtte kasutab rahastamise erinevatest allikatest nagu võõrkapital, omakapital jt rahastamisvahendid. Mida suurem on WACC, seda suurem on ettevõtte rahastamiskulude koormus ja seda suurem risk on seotud investeerimisega ettevõttesse. (Investopedia, 2023)

WACC arvutamise valem on toodud töö varasemas peatükis 1.2.1. Lisaks on autor kasutanud Konkurentsiameti juhendit kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. WACC valemist lähtuvalt tuleb leida Apranga APB võõr- ja omakapitali osakaalud ning omakapitali ja võõrkapitali hinna.

Apranga APB aktsia hind on 17.04.2023 seisuga 2,70€ ning aktsiaid on noteeritud 55 291 960 (Nasdaq Balti OMX, 2023).

Tabel 17. Apranga APB võõr- ja omakapitali osakaalud

Näitaja	Turuväärtus	Osakaal
Omakapitali turuväärtus	149 288 292	72,66%
Intresse kandvad võlakohustised ehk võõrkapitali turuväärtus	56 182 000	27,34%

Allikas: Autori arvutused Nasdaq Balti OMX (2023) ja Apranga 2022. aruande põhjal.

Ettevõtte omakapitali hinna leidmisel lähtus autor CAPM mudeli tulemusest. CAPM mudel lähtub turu riskivabast intressimäärast, turu riskipreemiast ning investeeringu beetast ehk investeeringu

tundlikkusest turu riskide suhtes. Kuna tegemist on grupi ettevõttega, mis tegutseb peamiselt Leedu, Läti ja Eesti turgudel, leidis autor omakapitali hinna iga riigi kohta eraldi ja kasutas WACC valemis nende keskmist.

Riskivaba tulumäär leitakse riiklikke võlakirjade tulususe baasil (Konkurentsiamet, 2020). Riskivaba tulumäär näitab, millist intressi investor ootaks täiesti riskivabalt investeringult teatud aja jooksul (Hayer, What is the Risk-Free., 2022). Töö autor on leidnud riskivaba tulumäära nii Leedule, Lätile kui ka Eestile. Kuna Eesti riik ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirja emissioone, siis kasutab töö autor riskivaba tulumäärana Leedu riigi võlakirja tulumäära, millele liidetakse juurde Eesti riigiriski preemia.

Tabel 18. Riigi võlakirjade tulusused

Näitaja	Tulemus
Leedu riigi võlakirja keskmine tulusus 2013 – 2022	1,08%
Läti riigi võlakirja keskmine tulusus 2013 – 2022	1,16%

Allikas: OECD (2023b)

Riigiriski preemia tulemused sai autor 5. jaanuari 2023. aasta seisuga Ashwath Damodaran veebilehelt – Leedu, Läti ja Eesti riigiriski preemiad on vastavalt 1,46%, 2,07% ning 1,22%. Autor liitis kokku võlakirjade keskmise tulususe viimase 10. aasta jooksul ning riigiriski preemiad, riskivaba tulumäära tulemused on näha tabelis 19.

Tabel 19. Riikide riskivaba tulumäär

Riik	Riskivaba tulumäär R_f
Leedu	2,30%
Läti	3,23%
Eesti	2,54%

Allikas: Damodaran (2023a)

Tururiski preemia leiti riikide lõikes samuti Aswath Damodaran veebilehelt - Leedu, Läti ja Eesti tururiski preemiad on vastavalt 7,16%, 8,01% ja 7,40% (Damodaran, 2023a).

Viimasena leitakse ettevõtte beetakordaja. Kuna Apranga APB-l esineb võlakohustus, tuleb leida võimendusega beeta. Võimendatud beetakordaja saamiseks tuleb korrutada võõrkapitali ja omakapitali suhtega võimendamata beetakordaja. Võimendusega beeta valem on järgmine (Konkurentsiamet, 2020):

$$\beta_e = \beta_a \times \left(1 + \frac{V_K}{O_K} \times (1 - T) \right) \quad (14)$$

kus

β_e – on ettevõtja finantsvõimendusega beeta,

β_a – on majandusharu finantsvõimendusega beeta,

VK/OK – võlakapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga

Aswath Damodaran analüütika alusel on jaekaubanduse võimendusega beeta 1,19 (Damodaran, 2023b).

$$\beta_e = 1,19 \times \left(1 + \frac{56\,182\,000}{149\,288\,292} \times (1 - 15\%) \right) = 1,57$$

Võttes kõiki näitajaid arvesse ja rakendades CAPM mudelit kolme erineva riigi näitajate puhul, sai töö autor ettevõtte omakapitali keskmiseks hinnaks (K_e) 14,50%.

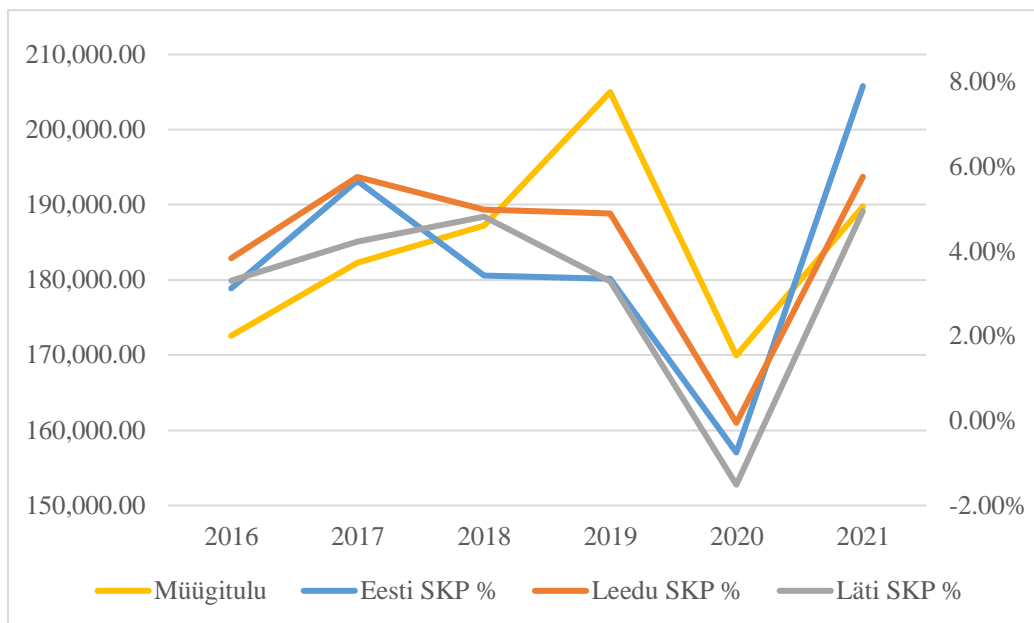
Võõrkapitali hinna arvutamise puhul tuleb võtta jagada ettevõtte intressikulu ettevõtte lühi- ja pikaajalised kohustiste summaga. Apranga APB 31.12.2022 seisuga auditeeritud majandusaasta aruandes oli lühi- ja pikaajaliste kohustiste summa 85,9 miljonit ning intressikulu 1,61 miljonit eurot – kahe jagatise tulemusel on ettevõtte võõrkapitali hind 1,35%.

Kuna Leedus rakendatakse tulumaksumäär suurusjärgus 15%, tuleb see näitaja võtta arvutamisel arvesse – WACC valemis lahutatakse maha tulumaksumäär (1 – 15%). Autor sai Apranga APB grupi kaalutud keskmise kapitali hinna tulemuseks 10,85%.

3.1.3. Ettevõtte väärtuse ning terminaalväärtus

Ettevõtte terminaalväärtuse arvutamise valem on toodud töö varasemas peatükis 1.2.1 (vt valem 3).

Töö autor on võrrelnud nii SKP kui ka Apranga APB müügitulu kasvu aastatel 2016 – 2021 joonisel 6.



Joonis 6. Balti riikide SKP ja Apranga APB müügitulu aastatel 2016 – 2021
Allikas: OECD (2023b) ning Apranga APB 2016 – 2022 auditeeritud aruanded

Joonisel 6. on näha, et nii Balti riikide SKP kui ka Apranga APB müügitulu liiguvad aastate jooksul sarnases suunas. Lõpmatu kasvumäära hindab autor 2,15% juurde, võtteks põhiliseks indikaatoriks OECD reaalse SKP pikaajalise prognoosi. Autor leidis keskmise SKP kasvu nii Eesti, Leedu kui ka Läti OECD 2023 – 2027 aasta prognoosist ja sai tulemuseks SKP keskmise kasvu 2,15% (vt lisa 3). Apranga APB 2027. aasta prognoositud vaba rahavoog on 23,3 miljonit eurot, eelmises alapeatükis leitud kaalutud keskmine kapitali hind on 10,85%.

$$TV = \frac{23,3 \text{ mln} \times (1 + 2,15\%)}{(10,85\% - 2,15\%)} \approx 273\,036\,114,85\text{€}$$

Ettevõtte väärtuse leidmisel diskonteeritud rahavoogude alusel tuleb eelnevalt prognoositud vabad rahavood aastatel 2023 – 2027 diskonteeritud kaalutud keskmise kapitali hinnaga tänapäeva nüüdisväärtusesse ning arvutada juurde ka diskonteeritud terminaalväärtus. Autor on rahavood ja terminaalväärtuse diskonteerinud nüüdisväärtusesse tabelis 20.

Tabel 20. Apranga APB diskonteerimata ja diskonteeritud rahavood ning terminaalväärtus aastatel 2023 – 2027

tuh, EUR	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Diskonteerimata rahavood	16 355	18 671	19 970	20 167	23 254	273 036
Diskonteeritud rahavood	14 754	15 195	14 661	13 357	13 894	163 133

Allikas: Autori arvutused tabel 16 ja WACC tulemuse abil

Tabeli 20 alusel saame leida grupi Apranga APB jätkuväärtuse diskonteeritud rahavoogude alusel, mis on 163 132 919,39 eurot. Ettevõtte õiglane äritegevuse väärtus on 234 992 360 eurot.

Selleks, et leida õiglane aktsia hind, tuleb jagada omakapitali väärtus Apranga APB aktsiate arvuga. Apranga APB-l on 2023. aasta aprilli seisuga börsil noteeritud väärtpabereid 55 291 960. Ettevõtte väärtus jagatuna börsil noteeritud väärtpaberite summaga tuleb aktsia õiglaseks väärtuseks 2,95 eurot, mis on 17. aprilli 2023. aasta seisuga 0,25 eurot kõrgem turuhinnast. Diskonteeritud rahavoogude mudeli tulemusel võib järeldada, et Apranga APB aktsia on turul alahinnatud 8,49%.

3.1.4. Tundlikkusanalüüs

Töö autor viib läbi tundlikkusanalüüsi eesmärgiga hinnata aktsia hinna tundlikkust erinevate sisendväärtuste muutustele. Tabelis 21. on näha ettevõtte väärtuse muutuse mõju WACCi ehk kaalutud keskmise kapitali hinna ja kasvumäära g muutumisel. WACC-i on tundlikkusanalüüsi tabelis muudetud 0,25% sammu võrra, kasvumäära 0,15% võrra.

Tabel 21. Apranga APB aktsia hinna muutus WACCi ja kasvumäära g muutumisel

		WACC							
		10,10%	10,35%	10,60%	10,85%	11,10%	11,35%	11,60%	11,85%
Kasvu- määr	2,00%	3,27	3,14	3,01	2,90	2,78	2,68	2,58	2,49
	2,15%	3,34	3,20	3,07	2,95	2,84	2,73	2,63	2,53
	2,30%	3,41	3,27	3,13	3,01	2,89	2,78	2,67	2,57

Allikas: Autori arvutused

Aktsia madalaim hind on kasvumäära 2,00% ja kaalutud keskmise kapitali hinna 11,85% juures (aktsia hind 2,49€) ning vastavalt kõrgeim väärtus kasvumäära 2,3% ning kaalutud keskmise kapitali hinna 10,10% juures – sel juhul oleks aktsia hind 3,41€.

Tabelist saame järeldada, et aktsia hind on tundlik kasvumäära ja kaalutud keskmise kapitali hinna muutuste suhtes. Tundlikkusanalüüsi alusel varieerub aktsia õiglane väärtus vahemikus 2,49€–3,41€.

3.2. Ettevõtte väärtuse hindamine võrdlussuhtarvude meetodi alusel

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul võrdleme Apranga APB suhtarve kuue ettevõttega. Võrdluseks on valitud samas sektoris ja tegevusalas tegutsevad ettevõtted. Ettevõtted, kellega võrdlusgrupi analüüs tehakse on järgmised:

1. H&M Hennes & Mauritz AB – rahvusvaheline moekaubandusettevõtte, mille tegevus sai alguse 1947. aastal Rootsis (H&M, 2023).
2. Stockmann PLC – 1862. aastal asutatud Soome börsiettevõtte, mis tegeleb jaemüügiga (Stockmann, 2023).
3. Marks & Spencer Group PLC – Briti jaemüüja, müüb rõivaid, kodutarbeid, toitu jms (Marks & Spencer, 2023)
4. Tallinna Kaubamaja Grupp AS – suurim jaekaubanduskontsern Eestis (TKM Grupp, 2023)
5. Next PLC – jaemüügi ja kogukaubanduse haldusega tegelev ettevõtte Ühendkuningriikides. (Next PLC, 2023)
6. LPP SA - Poola jaemüügi ettevõtte, Kesk- ja Ida- Euroopa moettevõtte. (LPP SA, 2023)

Autor kasutab võrdlusgrupis suhtarve EV/EBITDA (*enterprise value/EBITDA*), P/S, (*price/sales*) P/B (*price/book*) ja P/E (*price/earnings*).

Tabel 22. Võrdlusgrupi ettevõtete suhtarvud

Võrdlusgrupi ettevõtte	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
H&M Hennes & Mauritz AB	70,44	0,86	3,75	10,05
Stockmann PLC	3,14	0,31	0,92	4,02
Marks & Spencer Group PLC	11,08	0,29	1,06	4,79
Tallinna Kaubamaja Grupp AS	13,67	0,46	1,87	8,30
Next PLC	11,5	1,64	7,02	8,94
LPP SA	14,85	1	4,76	7,37
Apranga APB	9,68	0,64	2,40	4,69

Allikas: Yahoo Finance (2023), Nasdaq OMX Baltic (2023) ning autori arvutused

Võrdlusgrupi kõige kõrgema P/E suhtarvuga ettevõtte on H&M, mille suhtarv on 70,44. Selline P/E suhtarvu tulemus on pigem erand, sest see on ebaharilikult kõrge. P/E suhtarv näitab ettevõtte turuväärtuse ning selle teenitud kasumi suhet, H&M puhul viitab kõrge suhtarv sellele, et aktsia hind on väga kõrge võrreldes H&M teenitud kasumiga.

Tabelis 23 on töö autor leidnud võrdlusgrupi suhtarvude mediaanekeskised ning võrrelnud tulemusi Apranga APB suhtarvudega.

Tabel 23. Apranga APB aktsia väärtuse leidmine

Suhtarv	Võrdlusgrupi mediaanekeskmine	Apranga APB	Erinevus %	Aktsia õiglase väärtus
P/E	12,59	9,68	23,11%	3,32
P/S	0,66	0,64	3,03%	2,78
P/B	2,81	2,4	14,59%	3,09
EV/EBITDA	7,84	4,69	40,18%	3,78

Allikas: autori arvutused tabeli 22 põhjal

Apranga APB aktsia hind 17.04.2023 seisuga oli 2,70 ning töö autor on võtnud selle seisuga hinna oma võrdluse aluseks. Tabelis X. on autor arvutanud võrdlusgrupi keskmise ja Apranga APB suhtarvude abil välja aktsia õiglase väärtuse. Apranga APB suhtarvud viitavad sellele, et aktsia on turul kõvasti alahinnatud ning aktsia õiglase väärtus tuli iga kontrollitud suhtarvu puhul kõrgem tema turuväärtusest. Autor sai keskmiseks aktsia õiglaseks turuhinnaks 3,25€. See tähendab, et aktsia praegune turuhind (2,70) on turul 16,8% alahinnatud.

3.2. Hinnang saadud tulemustele

Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutati 2016 – 2022 aasta auditeeritud majandusaasta aruandeid ning Eesti Statistikaameti statistikat jaekaubanduse ettevõtete majandusnäitajate andmeid, et luua prognoos diskonteeritud rahavoogude meetodil. Võrreldavate suhtarvude meetodil jaoks valiti välja kõige sarnasemad ettevõtted Apranga APB-le ning informatsioon suhtarvude kohta võeti Yahoo Finance lehelt.

Autor kasutas diskonteeritud rahavoogude meetodit, et arvutada ettevõtte väärtust – selleks analüüsiti ettevõtte finantsandmeid ning prognoositi järgmise viie aasta (2023 – 2027) finantstulemused kasumiaruande ja bilansi põhjal. Seejärel diskonteeriti prognoositud rahavoog ning leiti ettevõtte õiglase väärtus. Autori arvutuste kohaselt on ettevõtte õiglase äritegevuse väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel 234 992 360 eurot.

Seejärel leidis autor aktsia õiglase hinna, jagades ettevõtte väärtuse börsil noteeritud väärtpaberite summaga ning sai aktsia õiglaseks väärtuseks 2,95 eurot, mis on 17. aprilli 2023. aasta seisuga 0,25 eurot kõrgem turuhinnast. Diskonteeritud rahavoogude mudeli tulemusel võib järeldada, et

Apranga APB aktsia on turul alahinnatud 8,49% ulatuses. Tundlikkusanalüüsi alusel varieerub aktsia õiglane hind vahemikus 2,49 – 3,41€.

Teise meetodi puhul teostas autor aktsia hinnale analüüsi võrdlussuhtarvude meetodi abil. Võrdlussuhtarvude meetodi abil võeti kuus samas sektoris tegutsevad ettevõtet samas piirkonnas ning saadi tulemuseks, et Apranga APB aktsia on võrreldes teiste samas sektoris tegutsevate ettevõtetega alahinnatud. Võrreldavate suhtarvude meetodi abil saadi Apranga APB aktsia õiglaseks väärtuseks 3,25, mis tähendab, et aktsia on võrreldes turuhinnaga 16,8% alahinnatud.

Kahe meetodi vahel esineb erinevus summas 0,30€. Autori hinnangul on diskonteeritud rahavoogude meetodil esinev aktsia õiglane hind usaldusväärsem, sest tegemist on konservatiivsema hinnanguga, kuhu on sisse arvestatud ka makromajanduslikke näitajaid (SKP kasv jms).

KOKKUVÕTE

Töö eesmärk oli hinnata börsiettevõtte Apranga APB väärtust, misjärel anda hinnang selle üle- või alahinnatusest Balti börsil. Töö autor kasutas väärtuse hindamisel kahte meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Töö autor jaotas töö kolmeks osaks.

Esimeses osas käsitleti ettevõtete väärtuse hindamise teoreetilisi aluseid, kus anti ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise olemusest, selle rakendamisest igapäevases tegevuses ning ülevaade erinevatest ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest (diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetod). Esimeses osas käsitleti, millega peab arvestama jaekaubanduse sektoris tegutseva ettevõtte väärtuse hindamisel.

Töö teises peatükis anti ülevaade hinnatavast ettevõttest Apranga APB-st. Sealhulgas tehti ülevaade Apranga APB tegevusvaldkondadest, kus analüüsiti ettevõtte viimase seitsme aasta finants- ja turunäitajaid. Teises osas sooritati jaekaubanduse sektori analüüs, et luua eelduseid, mida kasutati kolmandas peatükis.

Kolmandas peatükis viidi läbi Apranga APB ettevõtte väärtuse hindamine, kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit ja võrreldavate rahavoogude meetodit.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul analüüsis töö autor ettevõtte viimase seitsme aasta auditeeritud majandusaasta aruandeid (aastatel 2016 – 2022), et luua vabade rahavoogude prognoos. Seejärel käsitleti kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) kalkuleerimist, et diskonteerida prognoositud vabad rahavood. Viimase etapina leiti ettevõtte terminaalkväärtus, misjärel sai diskonteerida ettevõtte rahavood. Apranga APB ettevõtte õiglaseks äritegevuse väärtuseks kujunes 234 992 360 eurot. Seejärel leiti aktsia õiglase hind - ettevõtte väärtus jagati börsil noteeritud väärtpaberite summaga ning saadi aktsia õiglaseks hinnaks 2,95 eurot, mis on 17. aprilli 2023. aasta seisuga 0,25 eurot kõrgem turuhinnast. Diskonteeritud rahavoogude mudeli tulemusel võib järeldada, et Apranga APB aktsia on turul alahinnatud 8,49%. Lisaks viidi läbi

tundlikkusanalüüs, et anda hinnang aktsia hinna tundlikkusele. Tundlikkusanalüüsi alusel varieerub aktsia õiglane hind 2,49 – 3,41€ piires.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul võeti Apranga APB-ga võrdlusesse kuus samas sektoris tegutsevat ettevõtet. Võrreldavad suhtarvud, mida kasutati olid P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA. Apranga APB turuhind oli võrreldes võrdlusgrupi ettevõtetega alahinnatud. Õiglaseks hinnaks kujunes 3,25€, mis tähendab, et 17.04.2023 seisuga oli turuhind 16,8% madalam.

Mõlema meetodi puhul sai autor tulemuse, et Apranga APB aktsia on turul alahinnatud. Kahe meetodi tulemuse vahe oli 30 senti. Töö autor peab diskonteeritud rahavoogude meetodi tulemust täpsemaks lähtuvalt konservatiivsusest, sest see arvestab sisse ka makromajanduslikku mõju.

Töö autori hinnangul saadi kõikidele uurimisküsimustele vastused ning töö eesmärk täidetud. Autor teeb ettepaneku teostada prognoosi ka teiste mudelite abil ja uurida antud teemat edasi, mis põhjusel on Apranga APB aktsia hind turul alahinnatud.

SUMMARY

VALUATION OF APRANGA APB

Triin Raid

Financial literacy and accounting are considered to be the language of businesses - those who wish to invest their assets long-term should be able to interpret financial statements. Financial statements illustrate both the past and present of companies, however to predict the future of companies, company valuation methods must be applied. (Schmidlin, 2014)

Not all business and financial managers understand the importance of valuing a company's worth, although from their position, they should fully understand it in order to do their job well and ensure the company's long-term growth. Applying methods for valuing a company's worth in everyday business activities helps managers gain a better understanding of the strengths and weaknesses of the company, to identify areas where more efficient allocation of resources would ensure the company's long-term business growth and success. (Koller et al., 2020) In order for managers to make economically profitable decisions, they must possess financial literacy to interpret their company's financial statements.

The research problem of this thesis is the inadequate and outdated knowledge of valuation methods among managers and investors. This indicates the need for further investigation into the application of valuation methods in practice with the aim of identifying up-to-date valuation methods.

The aim of this thesis is to calculate the fair value of Apranga APB using discounted cash flows (DCF) and comparable ratios method, then to provide an assessment of its over- or undervaluation on the Baltic Nasdaq OMX stock exchange.

In order to calculate the fair value of Apranga APB, the author raised the following research questions:

1. What is the value of Apranga APB using the discounted cash flow method?
2. What is the value of Apranga APB using the comparable ratios method?
3. How much do the results of the two methods differ from Apranga APB's market price?
4. How much do the results of the two methods differ from each other?
5. Does and how much does the fair value of the stock vary based on sensitivity analysis?

The thesis is divided into three parts. The first part covers the theoretical foundations of corporate valuation, describing the essence of valuing a company, its application in daily activities, and an overview of valuation methods (discounted cash flows and comparable ratios). The first part also provides an overview of what to consider when valuing a retail company. The second chapter provides an overview of Apranga APB's business areas, including an analysis of the company's financial and market indicators. In the second part, a sector analysis is performed to create assumptions used in the third chapter. The third chapter puts the knowledge gathered in the previous chapters into practice by conducting the valuation of Apranga APB using discounted cash flows and comparable ratios methods. In addition to valuing the company, sensitivity analysis is performed to provide an assessment of the stock price's sensitivity.

For the DCF model author analyzed Apranga APB's financial statements from 2016 until 2022. Based on the information from the analyze, author calculated free cash flows (FCFF) for the next five years (2023 until 2027). After that the author calculated the weighted average cost of capital (WACC) of the company and discounted the terminal value. According to the author's calculations, the fair value of the company using the discounted cash flow method is 234 992 360 euros.

The author then found the fair price of the stock by dividing the company's value by the sum of its publicly traded securities, resulting in a fair value of 2.95 euros per share, which is 0.25 euros higher than the market price as of April 17, 2023. Based on the discounted cash flow model, it can be concluded that Apranga APB's stock is undervalued by 8.49% in the market. Using sensitivity analysis, the fair value of the stock varies between 2.49 – 3.41 €.

The author used the comparable ratios method to compare Apranga APB's stock with six other companies in the same sector operating in the same region. Comparable companies were H&M Hennes and Mauritz, Stockmann PLC, AS Tallinna Kaubamaja Grupp, LPP SA, Next PLC and Marks & Spencer Group PLC. The result was that Apranga APB's stock is undervalued compared to the others. Using the comparable ratios method, the fair value of Apranga APB's stock was

determined to be 3.25 euros, which means that the stock is undervalued by 16.8% compared to the market price.

There is a difference of 0.30€ between the two methods. The author considers the discounted cash flow method to be more reliable because it is a more conservative estimate that takes into account macroeconomic indicators such as GDP growth.

KASUTATUD ALLIKAD

- Alam, S. (2016). *Financial Analysis of Retail Business Organization: A Case of Wal-Mart Stores Inc.* Kasutatud 08. aprill 2023. DOI:10.13140/RG.2.2.29808.53768
- Alexander, J. (2018). *Financial Planning & Analysis and Performance Management.* Wiley.
- Anderson, P. (2013). *The Economics of Business Valuation.* Stanford University Press.
- Apranga Group. (2023). Investors. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://aprangagroup.ee/en/investors>
- Apranga Group. (2023). History. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://aprangagroup.ee/en/about-group/history>
- Apranga Group (2023). Reports and statements. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://aprangagroup.ee/en/investors/reports-and-statements>
- Apranga Group. (2023). Trading Information. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://aprangagroup.ee/en/investors/shares/trading-information>
- Bernstrom, S. (2014). *Valuation : The Market Approach.* John Wiley & Sons, Inc.
- Caruso, R. G., (2020). *The Art of Business Valuation.* Wiley.
- Czarniewski, S. (2014). *Changes in consumer behaviour in the market and the value of companies.* Kasutatud 17. aprill 2023. <http://www.idpublications.org>
- Damodaran, A. (2011b). *Damodaran on Valuation (2nd ed.).* Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.).* Wiley.
- Damodaran, A. (2011a). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit.* Wiley.
- Damodaran, A. (2023a). Country Default Spreads and Risk Premiums. Kasutatud 27. aprill 2023.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran A. (2023b). Betas by Sector (US) 05.01.2023. Kasutatud 17. aprill 2023.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Eesti Statistikaamet. (2023). SKP reaalkasv. Kasutatud 27. aprill 2023.
<https://www.stat.ee/et/avasta-statistikat>
- Eesti Statistikaamet.(2023). Tabel EM009. Kasutatud 10. mai 2023. <https://andmed.stat.ee/et/stat>

- Eesti Statistikaamet. (2023). Tabel EM001. Kasutatud 10. mai 2023. <https://andmed.stat.ee/et/efektiivsuse-suhtarvud>
- Efektiivsuse suhtarvud (2023). Kasutatud 08. aprill 2023. <https://www.rahendus.ee/et/efektiivsuse-suhtarvud>
- Fazzini, M. (2018). *Business Valuation*. Springer International Publishing.
- Fernández, P. (2007). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors In Valuations. IESE University of Navarra*
- Gorton, D., Khartit, K. (2021). Key Financial Ratios for Retail Companies. Kasutatud 08. aprill 2023. <https://www.investopedia.com/articles/financial-analysis>
- Hargrave, M., Kindness, D. (2022). Weighted Average Cost of Capital (WACC) Explained with Formula and Example. Kasutatud 27. aprill 2023. <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>
- Hayes, A., Brock, T. (2022). Price-to-Cash Flow (P/CF) Ratio? Definition, Formula, and Example. Kasutatud 27. aprill 2023. <https://www.investopedia.com/terms/p>
- Hitchner, J. (2017). *Financial Valuation* (2nd ed.). Wiley.
- H&M Hennes & Mauritz Group. (2023). Kasutatud 17. aprill 2023. <https://hmgroupp.com/investors/>
- Indeed. What Is a Sensitivity Analysis? Definition and Examples. Kasutatud 23. aprill 2023. <https://www.indeed.com/career-advice/career-development/sensitivities-analysis>
- Kenton, W. *Sensitivity Analysis*. Investopedia. Kasutatud 17.04.2023. <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis.asp>
- Koller, T. Goedhart, M., Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.) John Wiley & Sons, Inc..
- Konkurentsiamet. (2020). Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Kasutatud 17. aprill 2023. <https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/juhend>
- Larrabee, D., Voss, J. (2012). *Valuation Techniques*. Wiley.
- Lee, T., Hood, P. (2011). *A Reviewer's Handbook to Business Valuation* (6 ed.). Wiley
- Liivamägi, K., Talpsepp, T., Vaarmets, T. (2022). *Investeerimisedu põhimõtted – Algajast edukaks investoriks*. Argo
- Liivamägi, K., Talpsepp, T., Vaarmets, T. (2020). *Rahaedu põhimõtted – Kuidas haarata kontroll oma rahaasjade üle ja saavutada rahaline vabadus*. Rahaedu OÜ
- LPP SA. (2023). Kasutatud 17. aprill 2023.

<https://www.lpp.com/en/investor-relations/reports>

- Luehrman, A. T. (1997). *What's It Worth?: A General Manager's Guide to Valuation*. Kasutatud 24. aprill 2023 <https://hbr.org/1997/05/whats-it-worth-a-general-managers-guide-to-valuation>
- Marcos, J., Martins, H. (2011). Retail Industry: seasonality in sales, and financial results. Kasutatud 08. aprill 2023. DOI: 10.15728/bbr.2011.8.3.4
- Marks & Spencers PLC. (2023). Kasutatud 17. aprill 2023. <https://corporate.marksandspencer.com/investors>
- Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. (2016). *Corporate Valuation*. Wiley.
- Mellen, C., Evans, F. (2018). *Valuation for M&A* (3rd ed.). Wiley.
- Nasdaq OMX Baltic. (2023). Apranga APB. Kasutatud 17. aprill 2023. <https://nasdaqbaltic.com/statistics>
- Nasdaq OMX Baltic. (2023). Apranga 2016 – 2022 auditeeritud aruanded. Kasutatud 28. aprill 2023. <https://nasdaqbaltic.com/statistics>
- Nasdaq OMX Baltic. (2023). Apranga APB vääripaber. Kasutatud 17. aprill 2023 <https://nasdaqbaltic.com/statistics>
- Nasdaq OMX Baltic (2023). Balti turu indeksid. Kasutatud 01. mai 2023. <https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/charts>
- Next PLC. (2023). Kasutatud 17. aprill 2023. <https://www.nextplc.co.uk/investors>
- OECD (2023a). Long term interest rates. Kasutatud 17.04.2023 <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>
- OECD (2023b). GDP Growth (annual %). Kasutatud 10.05.2023. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>
- Pfeiffer, G. M., & Shields, T. W. (2015). Performance-Based Compensation and Firm Value Experimental Evidence. *Accounting Horizons*, 29(4), 777–798. Kasutatud 17. märts 2023 DOI: <https://doi.org/10.2308/acch-51143>
- Pratt, P. S., Laro, D. (2005). *Business Valuation and Taxes*. Wiley.
- PwC. (2023). IFRS 16 Rendilepingud. Kasutatud 11. mai 2023. <https://www.pwc.com/ee/et/events/assets/>

- Tarczyńska, W., Tarczyńska-Łuniewska, M., Majewski, S. (2020). *The value of the company and its fundamental strength*. Kasutatud 24. märts 2023
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.procs.2020.09.331>
- Rose, N., Dolega, L. (2021). It's the Weather: Quantifying the Impact of Weather on Retail Sales. Kasutatud 08. aprill 2023. <https://link.springer.com/article/10.1007/s12061-021-09397-0>
- Rosenbaum, J., Pearl, J., (2022). *Investment Banking* (3rd ed.). Wiley.
- Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company Valuation and Financial Statements Analysis*. Wiley.
- Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. Kasutatud 17. veebruar 2023: <https://arxiv.org/abs/1003.4881>
- Stockmann Group PLC. (2023). Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://www.stockmanngroup.com/en/financial-information>
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga*. Äripäev.
- Tearu, A., Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Pegasus
- Yahoo Finance. (2023). *H&M Hennes & Mauritz (HM)*. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://finance.yahoo.com/quote/hm-b.st/>
- Yahoo Finance. (2023). *LPP SA (LPP)*. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://finance.yahoo.com/quote/LPP.WA/key-statistics?p=LPP.WA>
- Yahoo Finance. (2023). *Marks & Spencer PLC (MKS)*. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://uk.finance.yahoo.com/quote/MKS.L/>
- Yahoo Finance. (2023). *Next PLC (NXT)*. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://uk.finance.yahoo.com/quote/NXT.L/>
- Yahoo Finance. (2023). *Stockmann PLC (STOCKA)*. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://finance.yahoo.com/quote/STOCKA.HE?p=STOCKA.HE>
- Yahoo Finance. (2023). *Tallinna Kaubamaja Grupp AS (TKMIT)*. Kasutatud 17. aprill 2023.
<https://finance.yahoo.com/quote/TKMIT.TL?p=TKMIT.TL>

LISAD

Lisa 1. Apranga APB kasumiaruanne aastatel 2016 – 2022

tuh, €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	172 592	182 265	187 207	205 005	169 958	189 745	242 899
Müüdnud kaupade maksumus	-94 389	-100 473	-106 197	-115 795	-98 812	-107 515	-131 555
Brutokasum	81 792	78 203	81 010	89 210	71 146	82 230	111 344
Müügikulu	-55 995	-58 651	-60 808	-65 184	-52 132	-56 575	-73 462
Tegevuskulud	-9 584	-10 728	-11 077	-12 442	-12 687	-14 156	-18 803
Muu tulu	751	4 124	95	353	711	2 779	790
Netovaluutakasum (kahjum)	3	41	-21	-8	0	0	0
Äri kasum	13 372	16 578	9 199	11 929	7 038	14 278	19 869
Finantstulud	0	0	101	40	32	32	37
Finantskulud	-32	-23	-34	-975	-1 109	-1 099	-1 161
Maksueelne kasum	13 340	16 555	9 266	10 994	5 961	13 211	18 745
Tulumaksukulu	-2 180	-2 680	-1 701	-1 754	-1 025	-2 315	-3 110
Puhaskasum	11 160	13 875	7 565	9 240	4 936	10 896	15 635

Allikas: Autori arvutused Apranga 2016 – 2022 auditeeritud aruannete põhjal

Lisa 2. Apranga APB bilanss aastatel 2016 – 2022

tuh, €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Põhivara							
Põhivara	25 197	24 407	23 257	29 584	25 999	24 900	20 992
Immateriaalne põhivara	386	252	166	310	534	636	1 072
Ettemaksud	411	685	733	940	414	416	273
Nõuded ostjate vastu	18	9	8	4	1 055	2 400	2 409
Vara kasutusõigus	0	0	0	68 596	64 203	64 194	53 281
Muud finantsvarad	0	0	2 000	2 200	2 400	2 400	2 600
Põhivara kokku	26 012	25 353	26 164	101 634	94 605	94 946	80 627
Käibevara							
Varud	35 469	38 236	40 563	40 106	35 434	35 909	41 386
Muud finantsvarad	1 602	1 598	732	732	732	735	0
Ettemaksud	833	1 059	1 529	1 391	1 110	1 346	1 503
Nõuded ostjate vastu	2 360	5 329	2 916	2 135	2 143	3 076	1 781
Raha ja raha ekvivalendid	4 976	7 763	7 009	6 712	26 209	29 743	22 978
Käibevara kokku	45 240	53 985	52 749	51 076	65 628	70 809	67 648
Müügioteel põhivara	324	324	190	80	0	0	0
Kogu vara kokku	71 252	79 338	79 103	152 790	160 233	165 755	148 275
Omakapital ja kohustised							
Lihtaktsiad	16 035	16 035	16 035	16 035	16 035	16 035	16 035
Kohustuslik reserv	1 604	1 604	1 604	1 604	1 604	1 604	1 604

Lisa 2. järg

Välisvaluuta ümberarvestusreserv	-53	-53	-53	-53	-53	-53	-53
Jaotamata kasum	35 985	41 013	39 178	40960	45 896	56 792	44 781
Omakapital kokku	53 571	58 599	56 764	58 546	63 482	74 378	62 367
Pikaajalised kohustised							
Pikaajalised laenukohustised	0	1100	800	500	200	0	0
Masukohustised	0	0	0	0	7597	0	0
Edasilükkunud tulumaksu kohustus	1 125	927	1436	1 385	1008	2067	2194
Pikaajalised rendikohustised	0	0	0	56 659	53 936	53 824	43 365
Pikaajalised töötajate hüvitused	443	478	552	186	126	91	132
Pikaajalised kohustised kokku	1 568	2 505	2 788	58 730	62 867	55 982	45 691
Lühiajalised kohustised							
Lühiajalised laenukohustised	0	300	300	300	300	200	0
Lühiajaline maksukohustis	0	0	0	0	4964	0	0
Liisingukohustised	0	0	0	13 117	12758	13 251	12 717
Tulumaksukohustis	332	808	38	199	938	211	701
Võlad tarnijatele ja muud võlad	16 105	17 450	19 213	21 898	14 995	21 733	26 699
Lühiajalised kohustised kokku	16 437	18 558	19 551	35 514	33 955	35 395	40 117
Kohustised kokku	18 005	21 063	22 339	94 244	96 822	91 377	85 808
Omakapital ja kohustised kokku	71 576	79 662	79 103	152 790	160 304	165 755	148 175

Allikas: Autori arvutused Apranga 2016 – 2022 auditeeritud aruannete põhjal

Lisa 3. SKP kasv

Asukohamaa	Indikaator	Mõõtühik	Aeg	SKP väärtus	Muutus
Eesti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2023	50 323	-
Eesti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2024	52 211	4%
Eesti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2025	53 895	3%
Eesti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2026	55 427	3%
Eesti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2027	56 844	3%
				<i>Keskmine</i>	3%
Läti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2023	60 103	-
Läti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2024	61 473	2%
Läti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2025	62 554	2%
Läti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2026	63 463	1%
Läti	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2027	64 253	1%
				<i>Keskmine</i>	2%
Leedu	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2023	107 045	-
Leedu	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2024	109 646	2%
Leedu	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2025	111 650	2%

Leedu	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2026	113 179	1%
Leedu	SKP kasvu prognoos	Miljonit, USD	2027	114 398	1%
				<i>Keskmine</i>	2%
				Keskmine kokku	2,15%

Allikas: OECD (2023a), autori arvutused

Lisa 4. Ettevõtete majandusnäitajad Eestis jaekaubanduse tegevusalal aastatel 2016 - 2021

Jaekaubandus, v.a mootorsõidukid ja mootorrattad	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Müügitulu, tuhat eurot	6 455 910	6 759 881	7 230 409	7 656 860	7 977 352	9 132 732
Kulud kokku, tuhat eurot	6 362 473	6 656 482	7 126 491	7 520 624	7 818 702	8 889 764
Tooraine, materjal, ostetud tooted ja pooltooted, tuhat eurot	42 390	47 845	99 788	112 327	114 513	123 407
Tööjõukulud, tuhat eurot	588 324	623 567	691 462	732 629	764 399	840 782
Põhivarade kulum ja väärtuse langus, tuhat eurot	83 599	90 447	87 467	111 910	143 898	148 907
Ärikasum (-kahjum), tuhat eurot	149 671	167 158	151 772	181 614	232 853	324 195
Aruandeaasta kasum (-kahjum), tuhat eurot	140 167	157 307	128 352	192 134	223 750	347 082
Investeeringud põhivaradesse kokku, tuhat eurot	142 406	159 691	156 157	206 758	203 379	207 367
Omakapitali puhasrentaabilus, %	10,60	12,16	9,46	12,73	13,14	17,78
Varade puhasrentaabilus, %	4,92	6,00	4,66	6,16	6,37	9,02
Müügitulu ärirentaabilus, %	2,32	2,47	2,18	2,45	2,99	3,61
Müügitulu puhasrentaabilus, %	2,17	2,33	1,78	2,51	2,80	3,80
Varade käibesagedus, korda aastas	2,27	2,58	0,66	0,61	0,57	0,59
Varude käibesagedus, korda aastas	7,94	7,80	8,03	7,92	7,74	8,38
Käibekapitali osatähtsus müügitulus, %	7,87	6,95	7,51	7,46	8,43	9,21
Käibekapitali osatähtsus varades, %	19,45	17,47	19,32	16,63	18,51	20,40
Lühiajaliste kohustiste kattekordaja	1,45	1,40	1,46	1,41	1,50	1,54
Maksevõimekordaja	0,69	0,64	0,68	0,65	0,74	0,80
Võlakordaja	0,28	0,29	0,28	0,36	0,40	0,34

Allikas: Eesti Statistikaamet, tabel EM001

Lisa 5. Ettevõtete majandusnäitajad Eestis jaekaubanduse tegevusalal aastatel 2016 - 2021

Jaekaubandus, v.a mootorsõidukid ja mootorrattad	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Käibevarad, tuhat eurot	1 625 781	1 648 055	1 724 974	1 954 168	2 025 808	2 385 567
Varud, tuhat eurot	856 255	889 448	914 074	1 049 632	1 017 624	1 152 731
Lühiajalised kohustised, tuhat eurot	1 117 659	1 178 315	1 182 182	1 382 961	1 353 628	1 544 833
Likviidsuskordaja	0,69	0,64	0,69	0,65	0,74	0,80

Allikas: Eesti Statistikaamet, tabel EM009 ja autori arvutused

Lisa 6. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Triin Raid,

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

BÖRSIETTEVÕTTE APRANGA APB VÄÄRTUSE HINDAMINE,

mille juhendaja on Ilzija Ahmet,

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

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

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

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

11.05.2023 (kuupäev)

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