

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Kirke Ruuven

**BÖRSIETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE
WALMART INC. NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB, peaeriala Ärirahandus

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD

Tallinn 2019

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 8919 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Kirke Ruuven

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 155508TABB

Üliõpilase e-posti aadress: kirkeruuvn@gmail.com

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE.....	4
SISSEJUHATUS.....	5
1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	7
1.1. Ettevõtte õiglase väärtus ja selle hindamine.....	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod.....	10
1.3. Suhtarvude võrdlemise meetod.....	16
2. WALMART INC.....	20
2.1. Walmart Inc. tutvustus.....	20
2.2. Walmart Inc. peamised finantsnäitajad.....	22
2.3. Walmart Inc. aktsia ülevaade.....	27
3. WALMART INC. ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	29
3.1. Walmart Inc. väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	29
3.1.1. Vabade rahavoogude koostamine ja prognoos.....	29
3.1.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ja terminaalväärtuse leidmine.....	32
3.1.3. Walmart Inc. väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs.....	34
3.2. Walmart Inc. väärtuse hindamine suhtarvude võrdlemise meetodil.....	36
3.3. Hinnang saadud tulemustele ja arutelu.....	38
KOKKUVÕTE.....	41
VIIDATUD ALLIKAD.....	43
SUMMARY.....	47
LISAD.....	50
Lisa 1. Walmart Inc. kontserni juriidiline struktuur 31.01.2019 seisuga.....	50
Lisa 2. Walmart Inc. konsolideeritud kasumiaruanne ja lisainfo fiskaalaastatel 2012-2019... ..	51
Lisa 3. Walmart Inc. konsolideeritud bilanss fiskaalaastatel 2012-2019.....	52

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö eesmärk on õppida tundma ettevõtte väärtuse hindamise kahte populaarseimat meetodit ning rakendada saadud teadmisi, et selgitada välja, kas Ameerika Ühendriikide jae- ning hulгимүүгифirma, Walmart Inc. aktsia turuhind erineb selle õiglasest väärtusest. Ettevõtte valikul lähtutakse peamiselt autori isiklikust huvist Walmarti kui ühe maailma suurima firma vastu ning asjaolust, et autor leidis vaid Eesti ja selle naaberriikide ettevõtete kohta tehtud sarnaseid lõputöid.

Lõputöös kasutatakse hindamise aluseks oleva ettevõtte väärtuse hindamiseks kahte meetodit. Kõigepealt on kasutuses paljude analüütikute poolt tunnustatud diskonteeritud rahavoogude meetod ning seejärel võrdlussuhtarvude meetod. Töö eesmärkide põhjal on koostatud järgmised uurimisküsimused:

1. Milline on Walmart Inc. õiglane väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit?
2. Milline on Walmart Inc. õiglane väärtus kasutades võrreldavate suhtarvude meetodit?
3. Kas ja kui palju erinevad meetodite tulemused üksteisest?
4. Kas ja kui palju erineb meetodite tulemuste keskmine väärtus Walmart Inc. turuväärtusest?

Diskonteeritud rahavoogude meetod andis ettevõtte õiglaseks väärtuseks 337,46 miljardit, millest lähtuvalt on aktsia hind 117,59 dollarit. Võrdlussuhtarvude meetodil saadi aktsia õiglaseks väärtuseks 107,74 dollarit. Leiti, et kahe meetodi tulemused erinevad üksteisest 9,1% ning nende keskmine väärtus - 112,67 dollarit - on Walmarti turuhinnast ligi 9,2% kõrgem. Turuhinnana kasutati aktsia sulgemishinda 17.04.2019 seisuga, milleks on 103,16 dollarit. Lähtuvalt mõlema meetodi tulemustest on Walmarti aktsia alahinnatud. Uurimisprotsess lõppes kahe sensitiivsusanalüüsiga, millest selgus, et kõige enam mõjutab aktsia hinda brutomarginaal.

Võtmesõnad: ettevõtte õiglane väärtus, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlussuhtarvude meetod, väärtus, sensitiivsusanalüüs.

SISSEJUHATUS

Põhjused, et väärtpaperite hinnad kipuvad aeg-ajalt tugevalt kõikumama, peavad paljud inimesed investeerimist üsnagi riskantseks tegevuseks. Sellegi poolest on investeerimine muutumas üha populaarsemaks nii noorema kui ka vanema põlvkonna seas. Võimalik on külastada mitmeid tasuta kui ka tasuta investeerimisalaseid konverentse, koolitusi ja seminare. Raamatupoed on täis investeerimist käsitlevat eesti- kui välismaist kirjandust. Üheks tuntuimaks eestlaseks on Jaak Roosaare, kes on kirjutanud mitmeid raamatuid erinevatesse varaklassidesse investeerimisest ja selle kaudu rikkaks saamisest. Eesti kapitalil põhineva finantsgrupi AS LHV Group tütarettevõtte AS LHV Varahaldus korraldab näiteks „Investeerimise ABC“ seminare.

Valdkond on populaarne eelkõige põhjusel, et investeerimise kaudu on võimalik jõuda väga erinevate eesmärkide täitumiseni, kas siis koguda raha mingi kindla hüve ostmiseks, kasvatada oma rahalist kindlustatust või ennast selle kaudu teostada. Eduka investeerimise korral hakkab jõukus kasvama ja see loob võimaluse oma edaspidist elu paremini planeerida.

Erinevaid võimalusi, kuhu enda raha investeerida, on mitmeid. Kui osta näiteks mõne ettevõtte aktsiaid, tuleks enne endale selgeks teha selle ettevõtte tegevus ja tegelik väärtus. Kuna väärtuse hindamisega on seotud palju ebamäärasust, on investeerimisel võimalik ka ebaõnnestuda. Seetõttu on tähtis, et investor saab aru huviobjektiks oleva vara väärtusest ja selle allikatest. Ent ainuüksi turuhinda vaadates ei ole alati võimalik aru saada, millised on ettevõtte fundamentaalsed väärtused (nt kasum), jätkusuutlikkus ja tulevane kasv.

Selleks, et teada saada, kas ettevõtte õiglase väärtus vastab aktsia turuhinnale, tuleb läbi viia ettevõtte väärtuse hindamine, mis nõuab üsnagi palju loogilist mõtlemist ning harjutamist. Väärtuse hindamise jaoks on olemas mitmeid erinevaid meetodeid, näiteks diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrdlussuhtarvude meetod.

Käesoleva lõputöö teema on Ameerika Ühendriikide börsiettevõtte, Walmart Inc. (edaspidi Walmart Inc. või Walmart) õiglase väärtuse hindamine. Kuna töö autor on isiklikult USAs olles Walmarti kauplusi külastanud, toimus teema valik eelkõige autori isikliku huvi tõttu. Ettevõtte pakkus autorile huvi ka seetõttu, et Walmart, mis on suutnud üle 50 aasta jätkuvalt oma klientidele ja investoritele väärtust luua, peab jaekaubanduses toimuvate muutuste tõttu sisse viima olulisi uuendusi ja on sellega loomas endale justkui uut identiteeti. Tuleb ka mainida, et sarnaseid lõputöid on peamiselt tehtud vaid Eesti ning selle naaberriikide ettevõtete kohta.

Töö eesmärgiks on õppida tundma ettevõtte väärtuse hindamise kahte populaarseimat meetodit ning saadud teadmiste põhjal selgitada välja, kas Walmarti aktsia turuhind erineb selle õiglasest väärtusest. Antud töös kasutatakse uurimismeetoditena diskonteeritud rahavoogude meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Eelpool nimetatud eesmärkide saavutamiseks on autor püstitanud järgmised uurimisküsimused:

1. Milline on Walmart Inc. õiglase väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit?
2. Milline on Walmart Inc. õiglase väärtus kasutades võrreldavate suhtarvude meetodit?
3. Kas ja kui palju erinevad meetodite tulemused üksteisest?
4. Kas ja kui palju erineb meetodite tulemuste keskmine väärtus Walmart Inc. turuväärtusest?

Käesolev bakalaureusetöö on jaotatud kolmeks suuremaks osaks. Neist esimeses käsitletakse ettevõtte väärtuse hindamisega seotud definitsioone ja põhimõtteid, välja tuuakse ka väärtuse hindamise vajalikkus ning selle teostamiseks kasutuses olevad peamised meetodid. Töö teises peatükis uuritakse uurimisobjektiks olevat ettevõtet ehk Walmarti täpsemalt. Viimane peatükk kajastab Walmarti aktsia õiglase väärtuse leidmist, kus on kasutuses nii diskonteeritud rahavoogude meetod kui ka võrdlussuhtarvudel põhinev õiglase väärtuse hindamise meetod. Peatükk lõppeb tulemuste analüüsiga ning järelduste tegemisega.

Töö autor soovib tänada oma perekonda, kes oli töö valmimisel autorile väga suureks toeks. Samuti tänab autor eraldi ka LHV analüütikut Jani Mäenpääd, kes oli alati lahkelt valmis jagama töö autorile nõuandeid.

1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte õiglane väärtus ja selle hindamine

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmist käsitlevad mitmeid õpikud, raamatud ning artiklid. See on eelkõige sellepärast, et antud teema kontseptsioonide mõistmine ning nende läbi viimise oskus tuleb kasuks väga paljudele inimestele, sh investoritele, finantsinstitutsioonides töötavatele analüütikutele, ettevõtete juhtidele, akadeemikutele ja ka lihtsalt investeerimise vastu huvi tundvatele inimestele igast eluvaldkonnast.

Alustades ettevõtte väärtuse hindamise definitsioonist, siis Chen (2019a) toob välja, et see on analüütiline protsess, kus selgitatakse välja ettevõtte või mingi vara pragune või prognoositud väärtus. Analüütik vaatab selle jaoks uuritava ettevõtte juhtkonda, kapitalistruktuuri koosseisu, tuleviku rahavoogude väljavaadet ning lisaks teistele näitajatele ka ettevõtte varade turuhinda.

Väärtpaberi analüüsimiseks on hulk erinevaid võimalusi, kuid nendest kaks kõige enam kasutust leidvat võimalust on fundamentaalne analüüs ning tehniline analüüs (Pisang 2007, 172). Tasub välja tuua, et portfelli juhtimises on fundamentaalsete analüütikute jaoks ettevõtte väärtuse hindamine kesksel kohal, kuid tehniliste analüütikute jaoks on see teisejärgulise tähtsusega. (Damodaran 2012, 6)

Fundamentaalse analüüsi aluseks on idee, et ettevõtte õiglane väärtus on seotud selle finantskarakteristikutega – kasvu väljavaadetega, riskiprofiiliga ning rahavoogudega. Igasugune kõrvalekalle sellest väärtusest tähendab, et firma aktsia on kas ala- või ülehinnatud (Ibid.). Fundamentaalne analüüs on eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks (Kert 2007, 160). Kui fundamentaalse analüüsi puhul on tähtsad ettevõtte majandusliku olukorra ning tulevikuväljavaadete tundmine, siis tehnilise analüüsi jaoks on olulised varasemad

hinnaliikumised (Pisang 2007, 172). Saario (2016, 223) mainib, et tehniline analüüs on abiks eelkõige tehingute ajastamisel.

Enne kui hakata määratlema, mis on ettevõtte õiglane väärtus, peab välja tooma ühe kriitilise eelduse aktsiaanalüüsis. Stowe ja teiste (2010, 2) kohaselt on see asjaolu, et väärtpaberi turuhind võib selle õiglasest väärtusest erineda. Kui investor usuks, et väärtpaberi turuhind näitab perfektselt ka selle sisemist väärtust, piisaks väärtuse leidmiseks lihtsalt turuhinna vaatamisest. See on aga traditsioonilisele efektiivse turu teooriale toetav umbkaudne eeldus, mille kohaselt näitab vara turuhind selle õiglast väärtust kõige paremini (Ibid.). Tegelikult on aktsia väärtuse hindamine investorite jaoks igavene probleem. (Saario 2016, 22)

Ettevõtte väärtust hinnaga segamini ajada ei tohi. Hind on oma olemuselt ostja ja müüja vahel kokkulepitud kindel kogus ettevõtte müügiprotsessis (Fernandez 2013, 2). Dr. Elder (1993, 45) väidab, et aktsia hinnal on väga vähe selle ettevõttega pistmist, mida see esindab. Ta argumenteerib, et hind on nõudlus- ja pakkumiskõverate lõikepunkt. Antud töö autor nõustub viimase väitega osaliselt, sest tema arvates eksisteerib ettevõtte ja selle aktsia hinna vahel ikkagi mingi suurem seos, mis on seotud selle firma praeguste ja oodatavate finantstulemustega.

Kenton (2019) toob välja, et õiglane väärtus on ettevõtte või vara tegelik väärtus, mis sisaldab endas kõiki selle ettevõtte või varaga seotud materiaalseid kui mittemateriaalseid aspekte. See väärtus võib, aga ei pruugi ühtida antud ettevõtte turuväärtusega. Damodarani (2012, 12) kohaselt tuleb õiglast väärtust käsitleda kui väärtust, mille annab firmale erapooletu analüütik, kes on selle rahavooge korrektselt prognoosinud ning kasutanud ka õiget diskontomäära, et neid rahavooge hinnata. Damodaran lisab, et juhul kui õiglane väärtus ja turuväärtus mingil hetkel üksteisest erinevad, siis eeldatakse, et kunagi muutuvad need ikkagi võrdseks.

Ettevõtte väärtuse hindamise vajadus tekib siis, kui päevakorras on ettevõtte või selle aktsiapaki ost või müük. Samas leidub selle jaoks muidki põhjusi, mis võivad üles kerkida ettevõtte arengu igas faasis (Zirnask 2008, 103). Fernandez (2013, 2-3) kohaselt kasutatakse ettevõtte õiglase väärtuse leidmist järgmistel puhkudel:

- 1) ettevõtete ostmisel ja müümisel;
- 2) börsiettevõtete võrdlemisel;
- 3) ettevõtete avalikel pakkumistel;

- 4) pärandite ja testamentide hindamisel;
- 5) lisandväärtuste loomisel tehtud töötasude arvestamisel;
- 6) ettevõttele kõige enam väärtust pakkuvate tegevusvaldkondade leidmisel;
- 7) ettevõtte püsima jäämiseks strateegiliste otsuste tegemisel;
- 8) strateegilise plaani koostamisel.

Nagu näha, on ettevõtte väärtuse hindamisele väga palju rakendusi. Ent kui vaadata selle läbi viimise tehnikaid, siis Damodarani (2012, 11) väitel on analüütikutel kasutuses lai valik erinevaid mudeleid, alustades lihtsamatest ja lõpetades keerulisematega. Ta on välja toonud, et üldiselt kasutatakse väärtuse hindamisel kolme lähenemist – diskonteeritud rahavoogude (DCF – *discounted cash flow*), suhtarvude võrdlemise ning optioonihinnastamise meetodit. Fernandez (2013, 2) jaotab ettevõtete hindamise mudelid kuude kategooriasse, milleks on 1) bilansipõhised, 2) kasumiaruandepõhised, 3) kombineeritud, 4) rahavoogude diskonteerimise, 5) lisandväärtusel põhinevad ja 6) optioonihinnastamise meetodid.

Stowe ja teised (2010, 18) jagavad vara väärtuse hindamismudelid absoluutseteks ning suhtelisteks. Absoluutsete hindamismudelite loogika kohaselt peab vara väärtus investori jaoks olema seotud nende kasudega, mida investor loodab tulevikus saada, kui ta seda vara enda käes hoiab. Peamised absoluutsed hindamismudelid on dividendide diskonteerimise mudel (DDM – *dividend discount model*) ning diskonteeritud rahavoogude mudel. (Aksia väärtuse ... 2019)

Suhtelised hindamismudelid annavad vara väärtusele hinnangu võrreldes seda teiste samasuguste varadega. Suhtelise hindamise taga peitub idee, et samasugused varad peaksid olema samasuguselt hinnastatud. Selle rakendamiseks on peamiselt kasutusel hinna suhtarvud (*price multiples*) ning ettevõtte väärtuse suhtarvud (*enterprise value multiples*). On tõenäoline, et kõige tuntum hinna suhtarv on aktsia turuhinna ja aktsiakasumi suhe P/E. (Stowe *et al.* 2010, 20)

Ettevõtte väärtuse hindamise juures võib raskusi tekitada aga see, millises faasis ettevõtte enda elutsükli parasjagu on (Damodaran 2012, 4). Üldiselt läbivad ettevõtted oma eluea jooksul 4–8 faasi, milleks on idee faas, tekkimine/*start-up*, kasvufaas, küpsusfaas ja lõpuks ettevõtte langus (Kenton 2018). Damodarani (2012, 4) kohaselt on küpsed, kindlaks kujunenud toodete ja turgudega firmasid lihtsam hinnata kui kasvufaasis olevaid ettevõtteid ning noori idufirmasid.

Teoorias määrab erinevus hinna ja väärtuse vahel ära investori edaspidise tegevuse. Kui ettevõtte hind jääb allapoole väärtusest ühe aktsia kohta, siis investor ostab aktsiaid. Vastupidisel juhul, kui hind on väärtusest kõrgem, siis jääb investor ootama (Hagstrom 2014, 107). Tuleb meeles pidada, et ükski analüüsimeetod ei anna täielikult õigeid vastuseid, kuid põhjalik fundamentaalne analüüs aitab investeerimisotsuseid tunduvalt kasumlikumaks muuta. (Kert 2007, 170)

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks klassikaliseim ettevõtte väärtuse hindamise meetod. See on ka üks peamisi viise börsil mittenoteeritud ettevõtete väärtuse leidmiseks (Ibid., 166). Kuigi DCF meetod on üks kolmest põhilisest hindamismeetodist ja enamuse väärtuse hindamisi tehakse suhteliste mudelite põhjal, on diskonteeritud rahavoogude meetod vundament, millele kõik teised vara väärtuse hindamise meetodid ehitatud on. (Damodaran 2012, 11)

Stowe ja teised (2010, 84) argumenteerivad, et kuigi diskonteeritud rahavoogude meetodi printsiibid on lihtsad, võib nende rakendamine osutuda keeruliseks. Nad toovad seejärel välja neli peamist sammu rakendamaks aktsiate väärtuse hindamisel DCF analüüsi, milleks on:

- 1) diskonteeritud rahavoo mudeli tüübi valimine;
- 2) rahavoogude prognoosimine;
- 3) diskontomäära metodoloogia valimine;
- 4) diskontomäära leidmine.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi aluseks on nüüdisväärtuse (PV – *present value*) reegel, kus mistahes vara väärtus võrdub selle oodatavate tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusega. Valem, mis aitab vara väärtuse leida, on järgnev (Damodaran 2012, 12):

$$Väärtus = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kus

n – vara eluiga,

CF_t – rahavood perioodil t ,

t – perioodide arv,

r – diskonteerimismäär, mis kajastab tulevaste rahavoogude riskantsust.

Vara väärtus peab olema seotud nende kasude või tuludega, mida eeldame, et saame, kui seda vara enda käes hoiaime. Nüüdisväärtusel põhinevate aktsiate väärtuse hindamismudelites defineeritakse tuleviku kasusid kolmel peamisel viisil, milleks on dividendid, vaba rahavoog ja jääkkasum (Stowe *et al.* 2010, 85-87). Vaba rahavoog on rahavoog, mis on genereeritud ettevõtte põhitegevuse poolt ja millest on maha lahutatud investeeringud uude kapitali. (Koller *et al.* 2010, 40)

Et tulevasi vabasid rahavooge arvutada, tuleb prognoosida, kui palju ettevõtte igal perioodil raha saab ning kui palju raha see välja käima peab. See on põhimõtteliselt sama lähenemine, mida kasutatakse kassaeelarve koostamisel. Ent ettevõtte väärtuse hindamisel tuleb rahavood palju kaugemale tulevikku prognoosida, kui kassaeelarve puhul. (Fernandez 2013, 16)

On oluline tähele panna, et vaba rahavoo mudelis käsitletava aja saab mõttes jagada kaheks. Eristatakse prognoosiperioodi ehk aega, mille jooksul ettevõtte saavutab stabiilsuse, ning terminaalaastat, mis peegeldab ettevõtte prognoosiperioodile järgnevaid ehk stabiilseid rahavooge kuni lõpmatuseni. Praktikas kasutatakse tihti viieaastast prognoosiperioodi, kuna selle aja kohta ollakse võimelised koostama piisava usaldusväärsusega finantsprognoose. (Talpsepp 2019)

Zirnask (2008, 133) toob välja, et juhul kui hinnata mingi firma või investeerimisprojekti väärtust vaba rahavoo alusel, on selleks võimalik kasutada kahesugust lähenemist. Esiteks saab seda teha firma vaba rahavoo (FCFF – *free cash flows to the firm*) alusel ning teiseks on seda võimalik teha omanike vaba rahavoo (FCFE – *free cash flows to equity*) alusel. Erinevalt dividendidest ei ole andmed FCFF ja FCFE kohta kergesti kättesaadavad. Analüütikud peavad need kogused olemasolevate finantsandmete põhjal arvutama ja see vajab selget arusaama rahavoogudest ning võimet informatsiooni õigesti tõlgendada. (Stowe *et al.* 2010, 146)

Vaba rahavoog omanikele on rahavoog, mis on ettevõtte aktsionäridele saadaval pärast seda, kui kõik tegevuskulud, intressimaksud ning laenu põhiosa tagasimaksud on makstud ja investeeringud nii käibekapitali kui ka põhivarasse on tehtud. Firma vaba rahavoog võrdub rahasummaga, mis on ettevõtte kõikidele kapitali pakkujatele saadaval pärast seda, kui kõik tegevuskulud (sh maksud) on makstud ning vajalikud investeeringud käibekapitali ja põhivarasse on tehtud (Ibid., 147). FCFF leiab järgmise põhimõtte järgi (Zirnask 2008, 134):

$$\begin{aligned}
& + \text{kasum enne intresside ja maksude maksmist} \times (1 - \text{maksumäär}) \\
& + \text{kulum} \\
& - \text{investeeringud põhivarasse} \\
& - \text{käibekapitali muutus} \\
& = \text{firma vaba rahavoog ehk FCFF}
\end{aligned} \tag{2}$$

Käibekapitali leidmise jaoks lahutatakse käibevaradest lühiajalised kohustused (Koller *et al.* 2010, 139). Käibekapitali muutused, mis ei arvesta sularahaga (*non-cash working capital*), on ebastabiilsed - suurte kasvudega ühel aastal, millele järgnevad suured vähenemised järgmistel aastatel. Et selle projektsioonid ei oleks ebatavalise baasaasta põhjal tehtud, peaks need muutused olema seotud oodatud muutustega ettevõtte käibes või müüdud kaupade maksumuses. Käibekapitali muutust osakaaluna müügitulust võib ka kasutada. (Damodaran 2012, 265-267)

Pärast rahavoogude prognoosimist tuleb leida sobiv diskontomäär, milleks Walmarti puhul on kapitali kaalutud keskmine hind (WACC). Kapitali kaalutud keskmine hind on kogu intressikandva võlakapitali ja omakapitali hind, mis saadakse võla- ja omakapitali osakaalud arvesse võttes (Konkurentsiamet 2016, 2). Kapitali kaalutud keskmine hinna leidmise valem on järgnev (Koller *et al.* 2010, 113):

$$WACC = \frac{D}{D + E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D + E} k_e \tag{3}$$

kus	
WACC	– kapitali kaalutud keskmine hind,
k_e	– omakapitali hind (%),
k_d	– võlakapitali hind (%),
E	– omakapitali osakaal (%),
D	– määratud võlakapitali osakaal (%),
$D+E$	– võlakapitali ja omakapitali osakaalud kokku (%),
$1-T_m$	– maksukilp (%).

Omakapitali hinda saab leida kas ajalooliste andmete või rahandusteoreetiliste mudelite põhjal. Selle jaoks on laialdaselt kasutuses CAPM mudel (*capital assets pricing model*) (Konkurentsiamet 2016, 9). Mudeli populaarsus peitub faktis, et see pakub omakapitali hinna leidmiseks majanduslikult põhjendatud ja objektiivset protseduuri. CAPM mudelit kasutades leitakse omakapitali hind järgneva valemi abil (Stowe *et al.* 2010, 57):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f] \quad (4)$$

$E(R_i)$	– oodatav omakapitali tulumäär (%),
R_f	– riskivaba tulumäär (%),
$E(R_m)$	– turu tulumäär (%),
β_i	– riski mõõtev beetakordaja,
$E(R_m) - R_f$	– tururiski preemia (%).

Omakapitali hinna leidmisel tuleb kõigepealt kindlaks teha, kui suur on riskivaba tulumäär ehk tulu, millel puudub risk, ning mille puhul investor ootab riskivaba tootlust. Riskivaba tulumäära arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil (Konkurentsiamet 2016, 4). Valitsuste võlakirjadel on aga mitmeid erinevaid aegumistähtaegu. Näiteks USA valitsuse võlakirjade tähtajad jäävad ühe kuu ja 30 aasta vahele. Erinev aegumistähtaeg tähendab tavaliselt ka erinevat tootlust. Ameerika Ühendriikide firmade puhul eelistatakse kõige rohkem ikkagi USA 10-aastase võlakirja tulusust (Koller *et al.* 2010, 240-241). Nii Damodarani (2012, 156) kui ka Zirnaski (2008, 40) arvates on mõistlik USA võlakirja tootlust kasutada, kui ettevõtte rahavood on prognoositud USA dollarites.

Turu riskipreemia leidmine on vaieldamatult üks suurimaid probleeme finantsmaailmas (Koller *et al.* 2010, 242). See näitab, kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale, ja on kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Turu riskipreemia leidmiseks võib kasutada kas ajalooliste andmete alusel leitavat riskipreemiat või oodatavat riskipreemiat (Konkurentsiamet 2016, 10). Isegi kui ükski mudel tänapäeval seda adekvaatselt leida ei suuda, toovad Koller ja teised (2010, 237) välja, et turu riskipreemia võib jääda vahemikku 4,5%-5,5%.

Pärast riskivaba tulumäära on järgmine otsitav suurus süstemaatilist riski väljendav beetakordaja. Süstemaatiline risk on see osa väärtpaberiga seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. Beetakordaja (edaspidi beeta või β) näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte (Konkurentsiamet 2016, 12). Kui β on ühest suurem, annab see tunnistust suhteliselt agressiivsest investeringust. Ühest väiksema beetaga väärtpaberid seevastu kuuluvad defensiivsete väärtpaberite gruppi (Võrklaev 2007, 97). Konkurentsiamet (2016, 12) toob beetakordaja leidmiseks välja Milleri valemi:

$$\beta_e = \beta_a * \left(1 + \frac{VK}{OK}\right) \quad (5)$$

kus

- VK/OK – regulaatori poolt määratud võlakapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga,
 β_e – ettevõtte finantsvõimendusega beetakordaja,
 β_a – majandusharu finantsvõimendusega beetakordaja.

Võlakapitali hinna leidmiseks tuleb Cheni (2019) väitel kindlaks teha ettevõtte intressimaksete kogusumma, mida see igal aastal maksab. Saadud numbri peab seejärel jagama ettevõtte laenude kogusummaga. Cheni kõrval ütleb Zirnask (2008, 58-59), et võõrkapitali hinnaks on kõige lihtsam võtta intressimäär, millega firma viimati laenu sai. See lähenemine sobib aga ainult siis, kui laenuvõtmine toimub vähem kui 5-6 kuu eest ja vahepealse aja jooksul ei ole majanduses suuri muutusi toimunud.

Ühendades eelnevalt välja toodud vara väärtuse leidmise valemi kapitali kaalutud keskmise hinnaga, saadakse ettevõtte väärtuse leidmise valem, milleks on (Damodaran 2012, 14):

$$Ettevõtte väärtus = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (6)$$

kus

- n – vara eluiga,
 t – perioodide arv,
 $WACC$ – kapitali kaalutud keskmine hind,
 $FCFF_t$ – oodatud rahavoog ettevõttele perioodil t .

Kuna rahavooge ei ole võimalik igavesti prognoosida, tuleb tuleviku rahavoogude prognoosimine mingil tuleviku ajahetkel peatada ning välja arvutada terminaalkväärtus, mis kajastab ettevõtte hinnangulist väärtust sellest momendist alates (Damodaran 2011, 20). On leitud, et terminaalkväärtus võib esindada kuni 96% kogu ettevõtte väärtusest (Rojo-Ramírez *et al.* 2017, 3).

Kõige järjekindlam viis diskonteeritud rahavoogude meetodis terminaalkväärtust leida on kasutada kas likvideerimisväärtust või stabiilse kasvu mudelit. Likvideerimisväärtuse lähenemise puhul eeldatakse, et firmal on piiratud eluiga, mille lõppemise korral see firma likvideeritakse. Samas on ettevõtetal võimalik enda kasvu edasi viimiseks oma rahavoogusid uutesse varadesse investeerida.

Eeldades, et pärast terminaalaastat kasvavad ettevõtte rahavood igavesti stabiilse kasvumääraga, saab terminaalkväärtuse leida järgmise valemiga (Damodaran 2012, 306):

$$\text{Terminaalkväärtus} = \frac{CF_{t+1}}{(r - g)} \quad (7)$$

kus

- CF_{t+1} – viimasele perioodile järgnevad vabad rahavood,
- r – diskontomäär,
- g – stabiilne kasvumäär.

Kõikidest DCF mudelis kasutatavatest sisenditest tekitab kõige rohkem ärevust just stabiilse kasvumäära prognoosimine. Selle põhjus peitub asjaolus, et väike muutus stabiilse kasvumääras võib väga palju terminaalkväärtust mõjutada. Kuid kuna ükski firma ei saa enda tegutsemispiirkonna majandusest lõpmatuseni kiiremini kasvada, ei saa ka stabiilne kasvumäär olla kõrgem kui majanduse kasvumäär. Ühe rusikareegli kohaselt ei tohiks stabiilne kasvumäär ületada hindamismudelil kasutatud riskivaba tulumäära. (Ibid., 306-307)

Pärast tuleviku rahavoogude ja terminaalkväärtuse nüüdisväärtuse leidmist liidetakse need kokku, et saada kätte ettevõtte või omakapitali väärtus, sõltuvalt sellest, kas väärtuse hindamine tehti FCFE või FCFF alusel (Steiger 2008, 11). Ettevõtte väärtuse leiab järgneva valemiga (Salurand 2014, 12):

$$\text{Ettevõtte väärtus} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} \quad (8)$$

kus

- $FCFF_t$ – prognoositav vaba rahavoog ettevõttele perioodil t ,
- r – diskontomäär,
- TV_n – terminaalkväärtus aastal n ,
- n – aasta, millest alates ei ole võimalik rahavooge täpselt edasi prognoosida.

Tasub märkida, et FCFF-i mudeliga leitakse ettevõtte väärtus, mis ei ole võrdne omakapitali väärtusega. Omakapitali väärtuse arvutamiseks on vaja korrigeerida ettevõtte väärtust netovõlaga, mille saab kätte, kui lahutada võlakohustustest maha vaba raha ja raha ekvivalendid (Talpsepp 2019). Jagades saadud omakapitali väärtuse aktsiate arvuga, saab kätte aktsia väärtuse. (Stowe *et al.* 2010, 148)

Prognooside väärtuseks konverteerimisel on veel kaks olulist aspekti - sensitiivsusanalüüs ja situatsioonilised kohandused. Sensitiivsusanalüüsi käigus määratakse ära, kuidas mõjutab tulemust eeldavatesse sisenditesse tehtavad muutused. Selleks, et hinnata, kui tundlik on lõplik väärtus mudeli sisendmuutujate muutustele, viivadki analüütikud läbi sensitiivsusanalüüsi. Mõned sisendid mõjutavad aktsia väärtuse lõpliku hinnangut rohkem kui teised. (Ibid., 25)

1.3. Suhtarvude võrdlemise meetod

Kui rahavoogude diskonteerimise meetodi puhul leiti varade väärtus nende rahavoogude, kasvu ning riski karakteristikute põhjal, siis võrdleva meetodi puhul vaadatakse seda, kuidas on sarnased varad turul hinnatud. Võrdleva meetodi korral peavad varade turuhinnad olema standardiseeritud ja seda saab teha turuhindade konverteerimisega erinevateks suhtarvudeks. (Damodaran 2012, 453)

Teine komponent võrreldavate suhtarvude meetodis on see, et võrreldavad ettevõtted peavad olema sarnased. Kuid kuna identseid firmasid ei eksisteeri, on sarnaseid firmasid raske leida (Ibid). Stowe ja teiste (2010, 281) sõnul võrreldakse suhtarvude võrdlemise meetodis uuritavat ettevõtet tihti sellega samas tööstusharus tegutsevate ettevõtetega ehk selle võrdlusgrupiga (*peer group*).

Suhtarvude võrdlemise meetod hõlmab endas järgmisi samme (Stowe *et al.* 2010, 279):

1. Vali ning arvuta suhtarv, mida võrdluses kasutama hakatakse.
2. Vali välja võrreldav ettevõtte ning arvuta sama suhtarv ka selle jaoks. Grupi võrdluse puhul arvuta ettevõtete suhtarvude keskmine väärtus või mediaan. Mõlemal juhul on tulemuseks suhtarvu võrdlusväärtus (*benchmark value of the multiple*).
3. Kasuta võrdlusväärtust, et leida uuritava ettevõtte aktsia hinnanguline väärtus.
4. Hinda, kas ettevõtte suhtarvu ning selle võrdlusväärtuse erinevusi saab põhjendada erinevustega fundamentaalsetes näitajates.

Antud meetodi rakendamisel on võimalik kasutada ajaloolisi andmeid, mida on lihtsam teha, kuid selliselt saadud suhtarvud sisaldavad endas palju vähem informatsiooni. Kui leida suhtarvud prognoositavate finantsnäitajate põhjal, siis saadud suhtarvude kvaliteet on otseselt seotud prognooside kvaliteediga. (Kert 2007, 166)

Mõeldes kõige enam kasutust leidvate suhtarvude peale, siis Fernandez (2013a, 2) toob välja Morgan Stanley Dean Witteri analüütikute seas kaks populaarseimat ettevõtte väärtuse hindamise viisi, milleks on aktsia hinna ja kasumi suhtarv (P/E – *price to earnings ratio*) ning ettevõtte väärtuse (EV – *enterprise value*) ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi ($EBITDA$ – *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) suhtarv $EV/EBITDA$.

Ka Kert (2007, 167) väidab, et investeerimismaailma kõige populaarsem suhtarv on P/E . Ta lisab, et antud suhet on ühest küljest väga lihtne leida ja teisest küljest sisaldab see endas ka palju väärtuslikku informatsiooni. Aktsiahinna ja kasumi suhte leiab antud valemi abil:

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad (9)$$

kus

P – aktsia turuhind (*price*),

EPS – puhaskasum aktsia kohta (*earning per share*).

Kõrge P/E võib tähendada, et aktsia praegune hind on ettevõtte kasumiga võrreldes liiga kõrge ja seetõttu on ettevõtte ülehinnatud. Sellisel juhul ootavad investorid antud ettevõtte kasumile tulevikus suuremat kasvu kui sellest madalama P/E suhtega firmadele. (Hayes 2019)

P/E arvutamisel tuleb jälgida, et kasuminumber kui ka aktsiahind kirjeldaks sama ajaperioodi. Damodaran (2012, 456) toob välja, kui suhtarvu nimetajas on viimase finantsaasta aktsiakasum, siis leitakse *current* P/E , kui aga viimase nelja kvartali aktsiakasum, siis saadakse ajalooline ehk *trailing* P/E . Järgmise finantsaasta prognoositava aktsiakasumi kasutamisel leitakse ettevaatav ehk *forward* P/E .

Kuna väärtuse hindamine on tulevikku vaatav protsess, keskenduvad analüütikud peamiselt ettevaatavale P/E suhtele ning teevad seda siis kui kasumiprognosid on kättesaadavad. Juhul, kui firma tulemused ei ole kergesti prognoositavad võetakse kasutusse ajalooline P/E . (Stowe *et al.* 2010, 264)

Aktsia hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe (P/B - *price to book value*) näitab mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust, mida mõnikord nimetatakse ka likvideerimisväärtuseks. Kui aktsiaga kaubeldakse allpool raamatupidamisväärtust ehk kui P/B on

alla ühe, viitab see kahele võimalusele: kas hindavad investorid ettevõtte varade väärtust väga pessimistlikult või on ettevõtte varade tootlus väga madal (Hänni 2008, 29). Valem, mille abil leiab hinna ja raamatupidamisväärtuse suhte, on järgnev (Kivinurm-Priisalm 2007, 131):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{omakapital aktsia kohta}} \quad (10)$$

Hinna ja käibe suhte (P/S - *price to sales ratio*) leidmiseks tuleb alustuseks leida müük aktsia kohta. Kui see on leitud, tuleb aktsia turuhind jagada müügiga aktsia kohta ning P/S suhe on käes. Näitaja sobib eelkõige samal alal tegutsevate ettevõtete võrdlemiseks (Stamberg 2002). P/S suhe on leitav valemiga (Kivinurm-Priisalm 2007, 131):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{käive aktsia kohta}} \quad (11)$$

Ettevõtte väärtuse ning käibe suhtarv on üks peamisi P/S suhte alternatiive. EV/S suhtarvuga on parem mitmesuguste kapitali struktuuridega ettevõtteid võrrelda (Stowe *et al.* 2010, 328). Et antud suhtarvu leida, tuleb ettevõtte väärtus käibega jagada (Fernandez 2013a, 4):

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{ettevõtte väärtus}}{\text{käive}} \quad (12)$$

Üks kõige sagedamini analüütikute poolt kasutatud leidev suhtarv on ettevõtte väärtuse ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi suhtarv ehk EV/EBITDA (Stowe *et al.* 2010, 321). Peamine põhjus, miks analüütikud EV/EBITDA suhtarvu P/E asemel eelistavad on see, et negatiivse EBITDA-ga firmasid on vähem kui negatiivse EPS-iga ettevõtteid ja seetõttu jääb rohkem ettevõtteid analüüsi alles. (Damodaran 2012, 500)

Kivinurm-Priisalm (2007, 132) toob välja EV ja EBITDA suhtarvu leidmise valemi. Tasub märkida, et ka valemis 13 leitakse ettevõtte väärtus nii nagu on toodud valemis 14. EV/EBITDA valem on järgmine:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{puhasvõlg} + \text{turukapitalisatsioon}}{\text{kasum enne intresse, makse, amortisatsiooni}} \quad (13)$$

kusjuures puhasvõlg = intressikandvad kohustused – sularaha ja selle ekvivalendid, turukapitalisatsioon = aktsiate arv × aktsia hind.

Kui mingil ettevõttel on võrreldes enda võrdlusgrupiga madalam EV/EBITDA, annab see märku faktist, et see firma on alahinnatud. Samas on see ainult üks informatsioonist, mida arvesse võtta. (Stowe *et al.* 2010, 325)

Viimase suhtarvuna tuuakse siinkohal välja dividenditootlus. Kerti (2007, 169) kohaselt on dividenditootlus üks sellistest suhtarvudest, mis sobib arengutsükli hilisemates faasides asuvate ettevõtete hindamiseks. Antud suhtarv leitakse järgneva valemiga:

$$\text{Dividenditootlus} = \frac{\text{dividend aktsia kohta}}{\text{aktsia turuhind}} \quad (14)$$

Kuna kiiresti kasvavad ettevõtted suunavad oma rahalised ressursid arendustegevusse, siis üldjuhul need firmad dividende ei maksa. Kui aga sellised ettevõtted siiski maksavad dividende, jääb nende dividenditootlus üldjuhul 0–2% vahele. Stabiilsemate ja küpsemate ettevõtete puhul võib leida mõnel juhul isegi 10%lisi dividenditootlusi, kuid siis on juba tegemist dividendiettevõtetega. (Ibid.)

Lähtuvalt tööstusharust, mida uuritakse, on mõned suhtarvud sobilikumad kui teised. Fernandez (2013a, 5) toob välja, et autotööstuses tegelevate firmade väärtuse leidmiseks kasutatakse tihti P/S suhet, pankade jaoks on kasutusel P/B suhe, jaemüügi ja tarbekaupade firmade puhul aga P/E, EV/EBITDA ja EV/S.

2. WALMART INC.

2.1. Walmart Inc. tutvustus

Walmart Inc. on Ameerika Ühendriikide jaekaubanduskett, mis sai alguse 1962. aastal, kui Sam Walton avas esimese Walmarti poe, Wal-Mart Discount City. 1991. aastal avas ettevõtte esmakordselt kaupluse ka väljas pool USA ehk Mehhikos. Sellest ajast alates on Walmart rahvusvaheliselt väga suureks laienenud – 31.01.2019 seisuga on ettevõtte esindatud 26 välisriigis. (Walmart Inc. 2019)

Lisaks sellele teenindab Walmart igal nädalal rohkem kui 275 miljonit klienti, kes külastavad Walmarti 11 300 kauplust ning selle mitmeid internetikauplusi. Ettevõtte tegutseb rohkem kui 58 erineva ärinime all ja pakub tööd ligi 2,2 miljonile inimesele üle maailma. (Ibid.)

Ettevõtte strateegia on teha inimeste elu lihtsamaks, tegutseda distsiplineeritult, arendada oma kultuuri, muutuda digitaalseks ning muuta usaldus enda konkurentsieeliseks. Selleks, et inimeste elu lihtsamaks muuta, on Walmart pühendunud hinnaliidriks olemisele, mis on juba Sam Waltoni ajast olnud ettevõtte nurgakiviks. (Ibid.)

Walmart raporteerib enda tegevusi kolmes ärisegmendis, milleks on Walmart U.S., Walmart International ja Sam's Club. Walmart U.S. tegutseb kõikides USA osariikides, sh ka Washington D.C.-s ja Puerto Ricos. Walmart International opereerib erinevates riikides asuvate tütarettevõtete läbi, mida Walmart omab kas täielikult või milles sellel on enamusosalus. 31.01.2019 seisuga on Walmartil 15 olulise suurusega tütarettevõtet (vt lisa 1).

Vaatamata sellele, et Walmart pakub kõikides segmentides sarnaseid tooteid ning teenuseid, on segmentide tulemused väga erinevad nii käibe kui kasumlikkuse poolest. Tabel 1 illustreerib seda, kui palju firma ärisegmendid selle netotulust ning ärikasumist 2019. fiskaalaastal moodustasid.

Siinkohal tasub märkida, et Walmarti fiskaalaasta algab igal aastal 1. veebruaril ja lõpeb 31. jaanuaril. (Walmart Inc. 2019b)

Tabel 1. Walmart Inc. segmendid ja osakaal netotulust ning ärikasumist 2019. fiskaalaastal, protsentides

Segment	Osakaal netotulust	Osakaal ärikasumist
Walmart U.S.	65,0	79,2
Walmart International	23,7	22,2
Sam's Club	11,3	6,9
<i>Corporate and Support</i>	–	-8,3

Allikas: Autori koostatud Walmart Inc. 2019. fiskaalaasta konsolideeritud aruande alusel

Nagu tabelist 1 on näha, moodustab Walmart U.S. segment kõige suurema osakaalu ettevõtte netotulust ning ärikasumist. Walmart U.S. on ajalooliselt alati Walmarti kõige tähtsaim segment olnud. Tabelis 1 on välja toodud ka mitte ühelegi segmendile kuuluvad üldkulud ja muud kirjed (*corporate and support*), sest Walmart on neid oma aastaaruandes siiski kajastanud.

U.S. segmendi kauplused jagunevad laias laastus kolme formaati: supermarketid (*supercenters*), allahindluskauplused (*discount stores*) ja naabruskonna poed (*neighborhood markets*). Segmendil on 31.01.2019 seisuga kokku 4728 üksust, millest superkeskusi on 3570. Walmart U.S. segmendi veebilehtede komplekti kuuluvad Walmart.com, Jet.com, Hayneedle.com, Shoes.com, Moosejaw.com, Modcloth.com, ja Bonobos.com. (Walmart Inc. 2019)

Walmart International segmendi moodustavad Walmarti kõik väljaspool Ameerika Ühendriike aset leidvad äritegevused, kuhu kuuluvad jae- ja hulgimüük, e-kaubandus ning muud tegevused. Walmart Internationali poed jagunevad järgmistesse formaatidesse: superkeskused ja supermarketid, hüpermarketid, hulgilaod ja *cash & carry* (Ibid.). Firmal on rahvusvaheliselt kõige rohkem jaemüügi üksusi Mehhikos, kus neid on kokku 2279. Mehhikos tegutseb firma valdavalt Bodega Aurrera nime all. (Walmart Inc. 2019a)

Sams's Club on Walmartile kuuluv ainult keti liikmeid teenindav hulgilao põhimõttel tegutsev kett. Antud ärisegment tegutseb kõige madalama brutokasumi marginaaliga ning ka kõige väiksema tegevuskulude osakaaluga kontserni netotuludest. Sam's Clubi hulgilaod on esindatud

44 USA osariigis, sh ka Puerto Ricos. Internetis on Sam's Club esindatud veebilehel Samsclub.com. (Walmart Inc. 2019)

Ettevõtte aruannetest on näha, et viimasel neljal fiskaalaastal on Walmart U.S. segmendi erinevad tootekategooriad igal aastal moodustanud sama suure osakaalu firma netotulust. Toidukaubad on moodustanud 56%, üldised kaubad 33% ning tervise ja heaolukaubad 11%. Walmart U.S. pakub ka kütust ja finantsteenuseid, kuid need moodustavad vähem kui 1% kogu kontserni käibest. Walmart Internationali kaubandusstrateegia on laias laastus U.S. segmendiga sarnane. (Ibid.)

Sam's Club kaubavaliku eesotsas on samuti toidukaubad, kuid suur tootekategooria on ka kütus ja tubakatooted, mis moodustavad ligi 21% segmendi netotulust. Mõlema kategooria osatähtsused on viimasel kahel fiskaalaastal suurenenud. (Ibid.)

Internetis on Walmart tegutsenud 2000. aastast alates, kui loodi Walmart.com ja Samsclub.com. Sellest alates on ettevõtte enda e-kaubandust üpris palju laiendanud, ostes erinevaid veebikauplusi nagu Jet.com USAs ja JD.com Hiinas. Walmart toonitab, et jaemüügisektor on pidevalt arenemas ja tarbijad on üha enam eelistamas digitaalset ostlemist. Ettevõtte strateegia hõlmab seetõttu erinevaid omandamisi ja ühinemisi, kui ka investeeringuid e-kaubandusse, tehnoloogiasse ning kaupluste ümberkujundamisse. (Ibid.)

2017. aastal lansseeris Walmart rohkem kui 2 miljonile internetist tellitud tootele tasuta 2-päevase transpordi ja 2019. fiskaalaastal ostis see enamusosaluse India e-kaubandusplatvormis Flipkart Private Limited'is (edaspidi Flipkart). Ameerika Ühendriikidesse on ettevõtte pidevalt toidukaupade kättesaamiskohti lisanud: 31.01.2019 seisuga on võimalik 2100 kohas internetist tellitud toidukaupu kätte saada. (Ibid.)

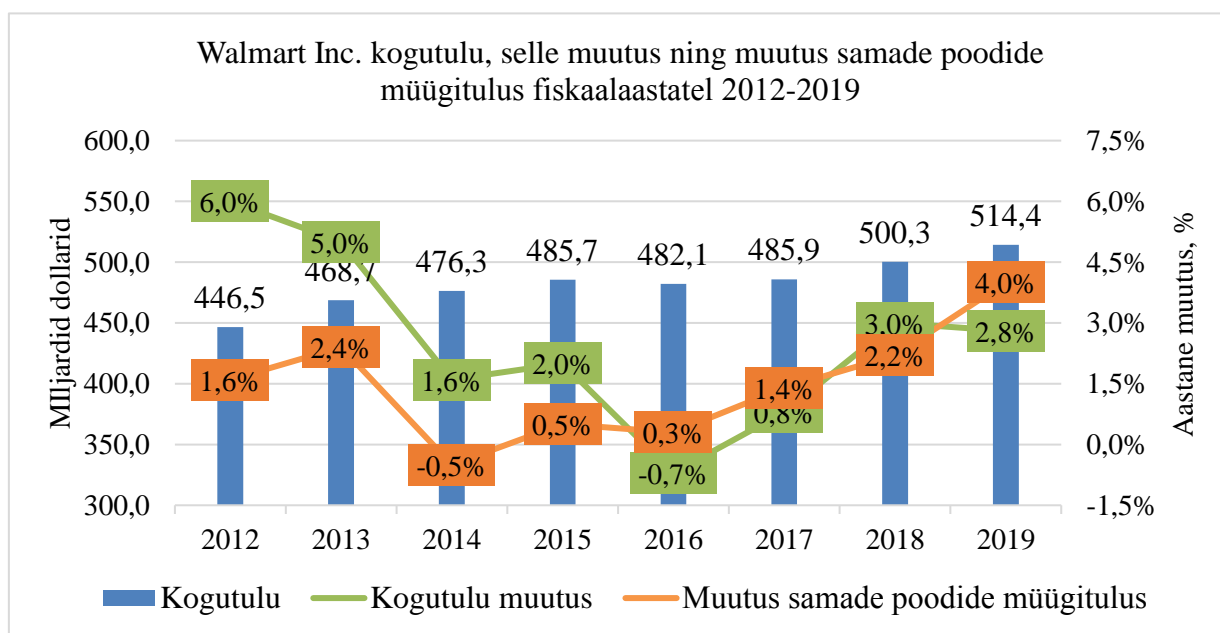
2.2. Walmart Inc. peamised finantsnäitajad

Fundamentaalse analüüsi tegemine algab tavaliselt finantsaruannete analüüsist. Antud tegevus annab vastuse küsimusele, kas tegemist on tugeva ettevõttega või mitte (Kert 2007, 165). Selleks, et uurida trende ja muutusi Walmarti lähiajaloo majandustulemustes, viiakse käesolevas töös peamiselt läbi horisontaalanalüüs. Viimane näitab ettevõtte tulude-kulude muutusi võrreldes

eelmise perioodiga (Oidermaa 2013). Lisaks tulude-kulude ja rentaabluse uurimisele analüüsitakse ka kontserni varade kasutamise efektiivsust ja maksevõimet.

Joonis 1 kajastab seda, kuidas on muutunud firma kogutulu ja samade poodide ning ladude müügitulu (*comparable store and club sales*), mis on mõõtühik, mida Walmart kasutab, et leida viimasel 12 kuul USAs lahti olevate kaupluste, ladude ja e-kaupluste tulemusi, mõõtes muutusi nende käibes, arvestades ka poodide ümberkujundamiste, -paiknemiste kui laienemistega. (Walmart Inc. 2019)

Nähtavasti on Walmarti käive pidevalt kasvanud, kuid 2016. fiskaalaastal vähenes see 0,7% seetõttu, et valuutakursid kõikusid ja tekitasid Walmartile 17,1 miljardi dollarilise kadumi ning Sam's Club segmendis kütuse hindade langemise tagajärjel vähenes kontserni kütuse müük 1,9 miljardi dollari võrra (Walmart Inc. 2017). Ettevõtte samade poodide müügitulu 4%lisele kasvule andis 2019. fiskaalaastal tõuke suurenenud läbikäimine olemasolevates kauplustes ja ladudes. (Walmart Inc. 2019)



Joonis 1. Walmart Inc. kogutulu, selle muutus ning muutus samade poodide müügitulus fiskaalaastatel 2012-2019

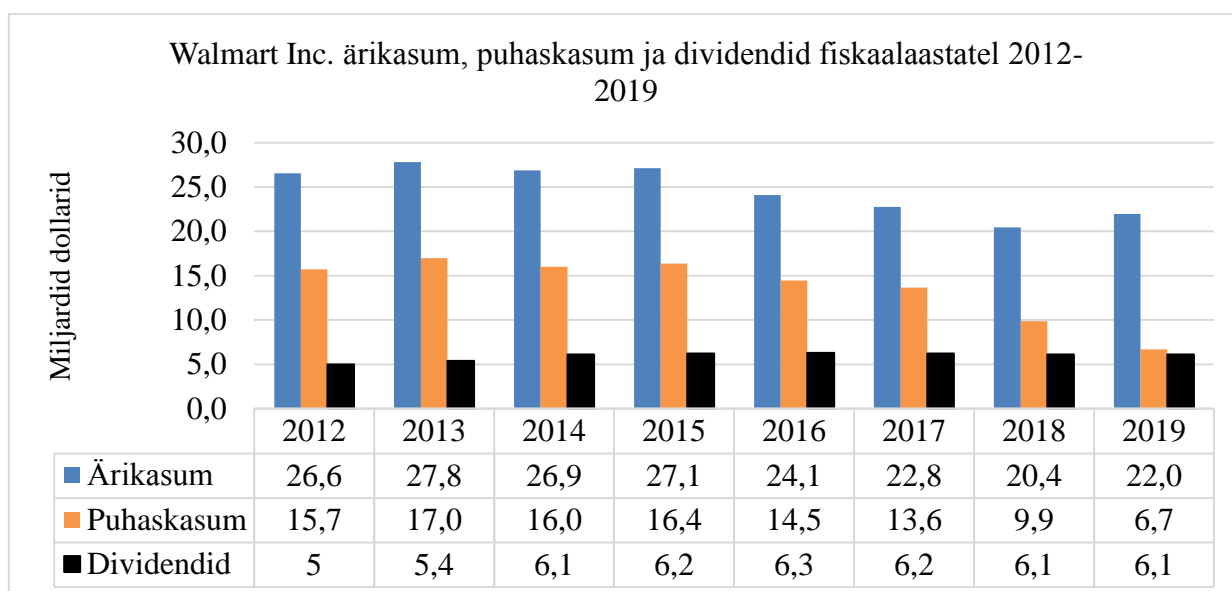
Allikas: Autori koostatud lisas 2 toodud andmete ja Walmart Inc. 2012.-2019. fiskaalaastate konsolideeritud aruannete põhjal

Walmarti käive kasvas 40 aastat tagasi oluliselt kiiremini kui viimastel aastatel. Perioodil 1981-90 suurenes see keskmiselt 35% aastas, aastatel 1991-2000 19,56%, 2001-2010 aga 8,19% ja 2011-2017 keskmiselt 2,49% aastas. Walmarti käibe kasv on aeglustunud, sest selle tulu suurus on nii üüratult suur ja et firma peamine turg ehk USA on küllastunud. (Damodaran 2018)

Kuigi Walmarti puhul ei ole enam tegemist kiiresti kasvava ettevõttega, on ettevõtte prioriteediks tugev ja efektiivne kasv. Selle jaoks keskendub firma kasvu võimalustele, suurendab samade poodide kui ka e-kaubanduse müügikäivet ning laiendab enda omnikanali lahendusi. Walmart ei panusta kuigi palju kapitali uute poodide ja ladude avamisele. (Walmart Inc. 2019)

Ajalooliselt on Walmart igal aastal kasumis olnud, kuid alates 2016. fiskaalaastast on ettevõtte puhaskasum hakanud vähenema. Autori hinnangul on tihe konkurents jaemüügisektoris, eriti Amazoniga, tinginud Walmarti kasumi ja kasumimarginaalide vähenemise. Samas on viimasel kahel fiskaalaastal kasumi vähenemises mänginud rolli ühekordsed sündmused.

Dividende on Walmart maksnud aastast 1974. Firma juhtkond usub, et firma likviidsusallikad on piisavad, et maksta ka edaspidiselt dividende (Walmart Inc. 2019). Joonis 2 näitab Walmarti äri-, puhaskasumit ja makstud dividende fiskaalaastatel 2012-2019.



Joonis 2. Walmart Inc. ärikasum, puhaskasum ja dividendid fiskaalaastatel 2012-2019

Allikas: Autori koostatud lisas 2 toodud andmete alusel

Rääkides Walmarti rentaablusnäitajatest, siis brutomarginaalis ei ole vaadeldaval perioodil märgata kuigi suuri kõikumisi (vt tabel 2). Kuna tegevuskulude osakaal kogutulust on kasvanud, on aga Walmarti ärirentaablus oluliselt vähenenud. Näiteks fiskaalaastatel 1981-1990 oli Walmarti keskmine ärirentaablus 7,52% aastas. (Damodaran 2018)

Tabel 2. Walmart Inc. rentaablusnäitajad fiskaalaastatel 2012–2019, protsentides

Näitaja	Fiskaalaasta							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brutorentaablus	25,05	24,91	24,82	24,82	25,13	25,65	25,37	25,10
Ärirentaablus	5,93	5,91	5,64	5,59	5,00	4,68	4,09	4,27
Käibe puhasrentaablus	3,51	3,62	3,36	3,37	3,05	2,81	1,97	1,30
Varade puhasrentaablus	8,12	8,37	7,82	8,03	7,36	6,86	4,82	3,04
Omakapitali tootlus	20,72	20,80	19,70	19,04	17,57	16,94	12,20	8,38

Allikas: Autori koostatud lisa 2 ja 3 toodud andmete alusel

Kuigi selle kohta eraldi tabelit ei ole, on kontserni käibekapitali muutused fiskaalaastatel 2012-2019 on olnud väga kõikumad ja otsest trendi välja tuua ei saa. Samas arvutas autor Walmarti aastaaruannete põhjal välja, et käibekapitali muutus on vaadeldaval perioodil moodustanud Walmarti kogutulust keskmiselt 0,27% aastas. Viimast näitajat kasutatakse kontserni rahavoogude prognoosimisel.

Walmart on aga pidevalt tegutsenud puhaskäibekapitali defitsiidis, mille suurus on aastate jooksul kõikunud (vt tabel 3). Antud olukorras on ettevõttel rohkem lühiajalisi kohustusi kui käibevarasid, kuid sellekohaseid näiteid on jaemüügisektoris palju ja Walmart on üks nendest. Viimasel on võimalik enne tarnijatele kauba eest maksmist müüa need samad tooted klientidele maha ja ka kasumit teenida (Kennon 2018). Firmal on ka pidev ligipääs kapitaliturgudele. (Walmart Inc. 2019)

Tabelist 3 on näha ka Walmarti viimaste aastate lühiajalise võlgnevuse katekordajat ja likviidsuskordajat, mis esmapilgul ei tundu need eriti head. Ent jaemüügisektoris on üsna sage nähtus, et antud näitajad on madalad. Lühiajalise võlgnevuse katekordaja ja likviidsuskordaja suur vahe viitab sellele, et Walmartil on suur sõltuvus varudest. Kuid ka see ei tohiks väga suur mure

koht olla, sest firmal on kasutusel üks kõige tehnoloogiliselt arenenum ja efektiivsem tarneahela juhtimise süsteem. (Hyde 2019)

Tabel 3. Walmart Inc. likviidsus ning maksevõime fiskaalaastatel 2012-2019

Näitaja	Fiskaalaasta							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Puhas käibekapital, miljardites dollarites	-7,33	-11,87	-8,16	-1,99	-4,38	-9,24	-18,86	-15,57
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	0,88	0,83	0,88	0,97	0,93	0,86	0,76	0,80
Likviidsuskordaja	0,23	0,22	0,24	0,28	0,24	0,22	0,20	0,23

Allikas: Autori koostatud lisa 3 toodud andmete alusel

Seda, kui efektiivselt juhib Walmart enda varasid, näeb tabelist 4. Fiskaalaastatel 2012-2019 on Walmarti koguvarede käibekordaja on kergelt kasvanud. Debitoorse võlgnevuse käibekordaja on läbi aastate olnud suhteliselt kõrge, mis näitab, et ettevõtte nõuded tasutakse kiiresti. Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja on ajas aga vähenenud, mis võib märku anda sellest, et Walmart maksab järjest aeglasemalt enda võlgu tarnijatele tagasi.

Tabel 4. Walmart Inc. varade juhtimise efektiivsus fiskaalaastatel 2012-2019

Näitaja	Fiskaalaasta							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Koguvarede käibekordaja	2,31	2,37	2,34	2,38	2,39	2,44	2,48	2,43
Debitoorse võlgnevuse käibekordaja	75,24	73,83	70,82	72,16	77,76	84,87	87,47	86,53
Varude käibekordaja	8,23	8,34	8,08	8,11	8,06	8,26	8,60	8,75
Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja	9,15	9,43	9,49	9,63	9,39	9,04	8,53	8,27

Allikas: Autori koostatud lisa 2 ja 3 toodud andmete alusel

Walmarti võõr- ja omakapitali suhe on vaadeldaval perioodil kõikunud, kuid keskmiselt on see olnud 0,65 (vt tabel 5). 2018. fiskaalaastal vähenes suhe seetõttu, et firma maksis ühe osa pikaajalisest laenust enneaegselt tagasi. Ent 2019. fiskaalaastal on märgata nimetatud suhte suurenemist. Antud aastal kasvas ettevõtte pikaajalise laenu, peamiselt Flipkarti ostuks võetud laenu

tõttu (Walmart Inc. 2019). Üldiselt on näha, et Walmart ei kasuta väga agressiivselt laenukapitali ja et lähiminevikus ei ole sellel laenude teenindamisega suuri probleeme esinenud.

Tabel 5. Walmart Inc. võõr- ja omakapitali kasutus fiskaalaastatel 2012-2019

Näitaja	Fiskaalaasta							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Võõrkapitali ja omakapitali suhe	0,73	0,61	0,67	0,67	0,61	0,61	0,56	0,78
Võlakordaja	0,61	0,60	0,60	0,58	0,58	0,59	0,60	0,64
Intresside kattekordaja	12,26	13,46	12,10	11,55	9,76	10,03	9,38	10,31

Allikas: Autori koostatud lisas 2 ja 3 toodud andmete alusel

Ettevõtte finantsanalüüsist selgus, et Walmarti tulu kasv on aeglustunud ja selle marginaalid on ajas vähenenud. Tuli ka välja, et ettevõtte puhaskäibekapital on negatiivne, kuid see on jaemüügisektorile omane nähtus. Samas ei kasuta Walmart kuigi palju laenukapitali.

2.3. Walmart Inc. aktsia ülevaade

Walmart pakkus 1970. aastal esmakordselt avalikkusele 300 tuhat lihtaktsiat hinnaga 16,50 dollarit aktsia kohta. Kaks aastat hiljem, 25. augustil, hakati New Yorgi börsil Walmarti aktsiatega kauplema (Walmart Inc. 2019b). Tabelis 6 on välja toodud Walmarti väärtpaberit puudutav informatsioon.

Tabel 6. Informatsioon Walmart Inc. väärtpaberi kohta

ISIN	US9311421039
Väärtpaberi lühinimi	WMT
Riik	USA
Börs	<i>New York Stock Exchange (NYSE)</i>
Emitent	Walmart Inc. (WMT)
Väärtpaberite arv	2 869 684 230
Valuuta	USD
Noteerimise kuupäev	25.08.1972

Allikas: Markets Insider, Walmart Inc. 2019 ja Walmart Inc. 2019b

Joonis 3 kajastab Walmarti aktsia sulgemishinna liikumist 2011. aasta algusest kuni 2018. aasta lõpuni. Antud perioodil kasvas ettevõtte aktsia hind 68,9%. Kõige laastavam aasta ettevõtte aktsia jaoks oli 2015. aasta, kui selle hind kukkus 28,6%. 2018. aasta 29. jaanuaril jõudis Walmarti aktsia hind aga enda ajaloo kõrgeimasse punkti ehk 109,55 dollarini, kuid kukkus siis järgmise nelja kuu jooksul 24,8%. Seejärel hakkas aktsia jälle tõusma, kerkides novembri keskpaigaks ligi 28,1%, kuid liikus siis taas allakäigu suunas.



Joonis 3. Walmart Inc. aktsia sulgemishinna muutus perioodil 2011-2018

Allikas: Yahoo Finance – Walmart Inc. 2019

Vastavalt Walmarti juhtkonna poolt kinnitatud aktsiate tagasiostuprogrammile ostab ettevõtte aeg-ajalt enda aktsiaid tagasi. Kirjutamise hetkel kehtiv programm väärtusega 20 miljardit dollarit kiideti heaks 2017. aasta oktoobris. Walmart rahastab enda aktsiate tagasioste peamiselt saadaolevate rahavoogudega ning usub, et edaspidiselt on ettevõtte sisemised likviidsusallikad piisavad rahastamiseks dividendide väljamaksmist ning aktsiate tagasioste. (Walmart Inc. 2019)

3. WALMART INC. ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Walmart Inc. väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabade rahavoogude koostamine ja prognoos

Walmarti vabad rahavood prognoositakse aastateks 2019-2023 ehk fiskaalaastasteks 2020-2024. Kõige pealt prognoositakse ettevõtte tulude kasv. Peab märkima, et Walmart on juba väga kaua tegutsenud ja on aastatega kasvanud üheks maailma suurimaks ettevõtteks. Seetõttu ei saa enam Walmarti suhtuda kui kiiresti kasvavasse firmasse, vaid seda peaks käsitlema kui küpset või isegi langusfaasis olevat firmat (Damodaran 2018). Samas on töö autor aru saanud, et erinevate investeeringutega e-kaubandusse ja kaupluste ümberkujundamisse üritab Walmart end nn noorena hoida ehk leida uusi kasvuvõimalusi. Negatiivse poole pealt on kasv olnud oluliselt aeglasem kui see oli paarkümmend aastat tagasi.

Tulude prognoosimisel võetakse arvesse nii maailma kui ka Walmarti peamiste turgude makromajanduslikku väljavaadet. Tabelist 7 näeb, et prognooside kohaselt lähiaastatel USA ehk Walmarti kõige tähtsama turu sisemajanduse koguprodukti (SKP) kasv aeglustub. Seevastu oodatakse, et kogu maailma, Mehhiko kui ka Kesk-Ameerika SKP-d kasvavad samal ajal hoopis üha kiiremini (IMF 2019).

Tabel 7. Maailma ja Walmart Inc. peamiste turgude SKP kasvumäärad 2019-2023, protsentides

Riik	Aasta				
	2019	2020	2021	2022	2023
Maailm	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6
USA	2,3	1,9	1,8	1,6	1,6
Mehhiko	1,6	1,9	2,4	2,6	2,7
Kesk-Ameerika	3,2	3,5	3,7	3,7	3,7

Allikas: IMF 2019

Ühe positiivse asjana Walmarti puhul võib välja tuua selle, et e-kaubandus peaks lähitulevikus üsna kiiresti kasvama. Prognooside kohaselt kerkib Ameerika Ühendriikide jaemüük interneti teel 2018. aastal olnud 504,82 miljardilt dollarilt 2019. aastaks 560,74 miljardile dollarile (Statista 2019), mis märgib 11,13%list tõusu. Interneti jaemüügi kasv mõjub autori arvates Walmartile positiivselt, sest ettevõtte strateegia üks osa on e-kaubanduse arendamine.

Kuna Walmart on USA jaefirmade seas hinnaliider ning e-kaubandusele oodatakse edaspidiselt kiiret tõusu, jääb Walmarti käibe kasv arvatavasti tulevastel aastatel plusspoolele. Teiselt poolt vaadatuna on kontserni käive juba äärmiselt suur, selle peamine turg on küllastunud ja USA majanduskasvule oodatakse aeglustumist. Tulu kasvu hoiab tagasi ka see, et firma rahvusvahelise ärisegmendi tulu on tundlik valuutakursside kõikumisele ja ettevõtte konkureerib Amazoniga. Kõike eelnevat arvesse võttes, hindab käesoleva töö autor, et Walmarti kogutulu kasvab 2019. aastal 2,5%, kuid perioodil 2020-2023 jääb kasv 2,3% juurde.

Brutokasumimarginaal eelduste kohaselt lähitulevikus palju ei muutu. Rahavoogude prognoosimisel võetakse selleks viimase kaheksa aasta keskmine ehk 25,11%. Mitmesuguste tegevuskulude osakaal Walmarti kogutulust on viimastel aastatel suurenenud ja usutakse, et see trend jätkub ka prognoosiperioodil.

Kuna ettevõtte loodab kasvada läbi e-kaubanduse, peab see pidevalt investeringuid tegema. Ent põhjusel, et investeringute osakaal tuludest on viimaste aastate jooksul vähenenud, tehakse siinkohal eeldus, et ka tulevikus väheneb see edasi. Autor eeldab, et kulumi osakaal kogutulust püsib prognoosiperioodi alguses 2,0% juures, kuid hakkab siis suurenema.

Maksuprovisjonide leidmiseks konsulteeris autor LHV analüütikuga. Üldine reegel tulumaksude prognoosimiseks on vaadata, kas ettevõtte on ise selle kohta juhiseid andnud, kui ei ole, siis vaadata, kui suure protsendi on ajalooliselt tulumaksu provisjonid ärikasumist (EBIT) moodustanud. Kuna viimasel viiel aastal on maksuprovisjonid EBITist moodustanud ligi 25%, on antud töös rahavoogude prognoosimisel maksumääraks 25,0%. Tabelis 8 tuuakse välja näitajad, mida kasutatakse Walmarti rahavoogude prognoosimisel.

Tabel 8. Rahavoogude prognoosimiseks kasutatud näitajate osakaalud, protsentides

Näitaja	Osakaal
Brutokasumimarginaal	25,11
Tegevuskulude osakaal kogutulust	21,00
Maksumäär	25,00
Kulumi osakaal kogutulust	2,00
Investeeringute osakaal kogutulust	2,00
Käibekapitali muutuse osakaal kogutulust	0,27

Allikas: Autori arvutused

Kasutades ülalpool nimetatud näitajaid, prognoositakse Walmarti vabad rahavood aastateks 2019-2023 ehk fiskaalaastateks 2020-2024. Prognoostiud rahavood tuuakse välja tabelis 9.

Tabel 9. Walmart Inc. vabad rahavood aastateks 2019-2023, miljardites dollarites

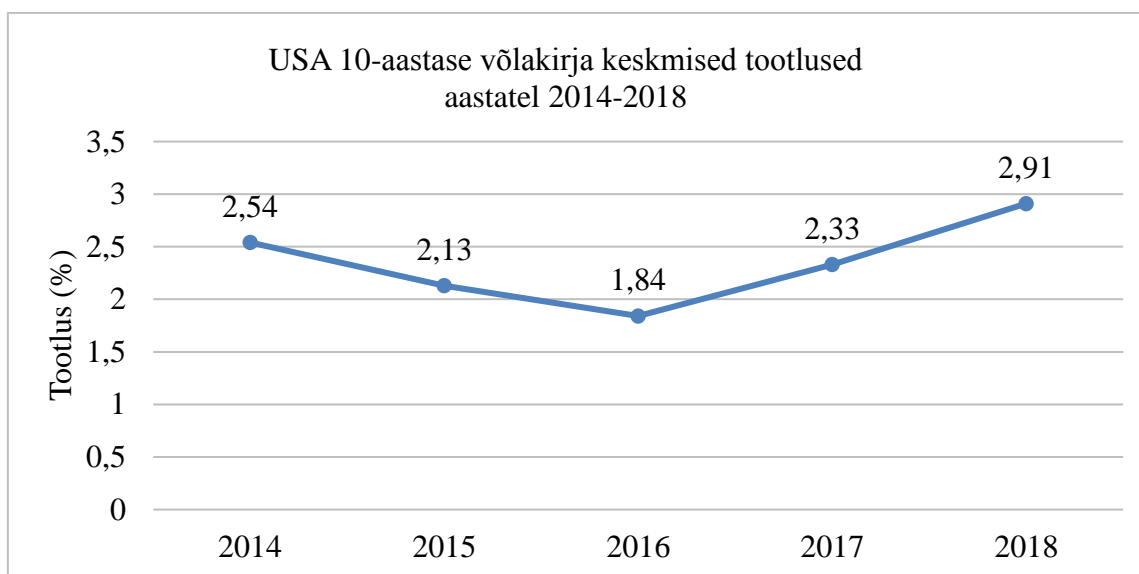
Näitaja	Aasta				
	2019	2020	2021	2022	2023
Kogutulu	527,26	539,39	551,79	564,48	577,47
Brutokasum	132,39	135,44	138,56	141,74	145,00
Mitmesugused tegevuskulud	-110,72	-114,08	-117,26	-120,52	-123,87
Ärikasum (EBIT)	21,67	21,36	21,30	21,22	21,14
Kulum	10,55	10,84	11,15	11,43	11,72
Maksud	5,42	5,34	5,32	5,31	5,28
Investeeringud põhivarasse	10,55	10,52	10,21	10,33	10,39
Käibekapitali muutus	1,42	1,46	1,49	1,52	1,56
Vaba rahavoog ettevõttele (FCFF)	14,83	14,89	15,42	15,50	15,62

Allikas: Autori arvutused

Käesoleva töö autor on prognoosinud, et Walmarti kogutulu kasvab edasi, kuid üha aeglasemal sammul. Suureneb ka brutokasum, kuid tegevuskulude pideva suurenemise tõttu hakkab langema ärikasum. Prognoositud on, et Walmarti vabad rahavood kasvavad lähitulevikus aeglaselt edasi.

3.1.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ja terminaalkväärtuse leidmine

Walmarti puhul on diskontomääraks kapitali kaalutud keskmine hind (WACC). Selle leidmisel on omakorda vaja teada ettevõtte oma- ja võlakapitali hindu ning osakaalusid. Omakapitali hinda on võimalik leida CAPM-mudeliga, mille esimene leitav element on riskivaba tulumäär. Antud töös võetakse riskivaba turumäära leidmisel aluseks USA 10-aastase võlakirja viimase viie aasta (2014-2018) keskmised tulusused, mis on näidatud joonisel 4. Nendest on leitud omakorda keskmine ehk 2,35% ja see on antud töös riskivaba tulumäär.



Joonis 4. USA 10-aastase võlakirja keskmised tootlused aastatel 2014-2018

Allikas: OECD 2019

Antud lõputöös kasutatakse turu riskipremia leidmisel Groenendijk ja teiste (2018) soovitatud väärtuse (5,50%) ning Damodarani (2019) kodulehel välja toodud USA tururiski premia (5,96%) keskmist, milleks on 5,73%. Walmarti süstemaatilist riski näitav beetakordaja võetakse Yahoo Finance'i (2019) lehelt, milleks on 0,66. Tabelis 10 on kirjas firma omakapitali hinna leidmiseks vajalikud komponendid ning saadud tulemus.

Tabel 10. Walmart Inc. omakapitali hinna leidmine

Näitaja	Väärtus
Riskivaba tulumäär, %	2,35
Turu riskipreemia, %	5,73
Beetakordaja	0,66
Omakapitali hind, %	6,13

Allikas: Autori arvutused

Ettevõtte võõrkapitali hinna jaoks leitakse kõigepealt Walmarti viimase kahe aasta lühiajaliste ja pikaajaliste laenukohustuste summade keskmine, kuhu arvatakse sisse nii lühiajaline laen, pikaajaline laen ja kapitalirent, kui ka ühe aasta jooksul tasumisele kuuluv pikaajaline laen ja kapitalirent. Selleks on 52,26 miljardit dollarit. Kahe hiljutise aasta keskmine intressikulu on 2,34 miljardit dollarit, seega hinnanguline laenukapitali hind on 4,47%.

Walmarti omakapitali suuruse leidmisel korrutatakse Walmarti 17. aprillil olnud turuhind (103,16 dollarit) selle aktsiate arvuga (2,87 miljardit) ja saadakse 296,04 miljardit dollarit. Seega Walmarti võõrkapitali osakaal on 15,00% ja omakapitali osakaal 85,00%. Antud töös eeldatakse, et Walmarti kapitali struktuur ei muutu prognoosiperioodil. Maksukilbi jaoks võetakse viimase viie aasta keskmine tulumaksumäär, milleks on 32,10%. Walmarti kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks kujuneb seega 5,67% ja tabel 11 illustreerib selle leidmist.

Tabel 11. Walmart Inc. kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine, protsentides

Näitaja	Väärtus
Omakapitali hind	6,13
Võõrkapitali hind	4,47
Omakapitali osakaal	85,00
Võõrkapitali osakaal	15,00
Maksumäär	32,10
Kapitali kaalutud keskmine hind (WACC)	5,67

Allikas: Autori arvutused

Terminaalväärtuse mudeli sisenditeks on viimase prognoosiperioodi rahavoog ning stabiilne kasvumäär. Valem 7 kirjeldab täpsemalt, kuidas terminaalväärtust arvutada. Kasvumäärana kasutatakse 2,0%, mis leiti, kui arvutati IMF (2019) lehel välja toodud andmete põhjal USA sisemajanduse koguprodukti viimase 15 aasta keskmine reaalkasv. Viimane vabarahavoog

ettevõttele on prognooside kohaselt 15,62 miljardit dollarit. Seega antud töös kasutatud eelduste põhjal on Walmart Inc. diskonteerimata terminaalkväärtus 425,63 miljardit dollarit.

3.1.3. Walmart Inc. väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs

Käesolevas alapeatükis diskonteeritakse esimese asjana eelnevalt leitud rahavood kapitali kaalutud keskmise hinnaga, milleks on 5,67%. Seejärel leitakse Walmart Inc. omakapitali väärtus, lahutades terminaalkväärtusest maha netovõlg. Tabelis 12 on toodud Walmarti järgmise viie aasta diskonteeritud rahavood ja ka terminaalkväärtuse nüüdiseväärtus.

Tabel 12. Walmart Inc. diskonteeritud rahavood aastatel 2019-2023, miljardites dollarites

Rahavoog	2019	2020	2021	2022	2023	Terminaalkväärtus
Diskonteerimata	14,83	14,89	15,42	15,50	15,62	425,63
Diskonteeritud	14,03	13,33	13,07	12,43	11,86	323,05

Allikas: Autori arvutused

Vastavalt tabelile 12 on ettevõtte väärtus 387,77 miljardit dollarit. Netolaenu jaoks liidetakse kokku nii 2019. fiskaalaasta lühi- kui pikaajalised laenukohustused ning sellest lahutatakse maha raha ja raha ekvivalendid samal perioodil. Antud arvutuskäik annab netolaenuks 50,31 miljardit dollarit. Sellest lähtuvalt on Walmart hinnanguline väärtus 337,46 miljardit dollarit. Kuna Walmarti aktsiate arv kõige hilisema seisuga on 2 869 684 000, on Walmarti aktsia õiglase väärtus 117,59 dollarit.

Kontserni aktsia sulgus 17.04.2019 hinnaga 103,16 dollarit, mis tähendab, et firma turuväärtus on 296,04 miljardit dollarit. Seega on diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud väärtus Walmarti turuväärtusest ligi 14,0% kõrgem ja ettevõtte on alahinnatud.

Järgmisena viiakse läbi sensitiivsusanalüüs, kus uuritakse hinna sõltuvust kapitali kaalutud keskmisest hinnast, kasvumäärast ning brutomarginaalist. Kõik ülejäänud näitajad, mis ettevõtte väärtuse hindamisel kasutati, jäävad samaks.

Tabel 13 illustreerib Walmarti aktsia õiglase väärtuse sõltuvust kapitali kaalutud keskmisest hinnast ja kasvumäärast (vt tabel 13). Nagu näha, on Walmarti aktsia õiglase väärtus tundlik nii

WACCi kui stabiilse kasvumäära muutuste osas. Kui firma WACC on 5,67% ja kasvumäär tõuseb 0,5%, siis aktsia väärtus tõuseb 15,1%. Juhul kui kasvumäär langeb 0,5%, siis hind langeb 11,5%.

Tabel 13. Walmart Inc. aktsia hinna tundlikkus kapitali kaalutud keskmise hinna ning stabiilse kasvumäära suhtes, dollarites

WACC	Kasvumäär				
	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
4,67%	142,33	154,04	167,93	184,69	205,32
5,17%	120,61	129,04	138,79	150,22	163,79
5,67%	104,10	110,42	117,59	125,82	135,35
6,17%	91,12	96,00	101,48	107,65	114,66
6,67%	80,65	84,52	88,81	93,58	98,93
7,17%	72,02	75,16	78,59	82,37	86,56

Allikas: Autori arvutused

Järgnevalt uuritakse Walmarti aktsia hinna sõltuvust ettevõtte brutomarginaalist ja kapitali kaalutud keskmisest hinnast. Tabel 14 näitab, et vahemik, kuhu Walmarti aktsia hind antud sisendite muutuse korral jääb, on päris suur ehk 52,07 dollarit kuni 219,12 dollarit (vt tabel 14). Kõige kõrgema hinna korral on ettevõtte väärtus 679,38 miljardit dollarit, mis on esialgselt hinnangust 75,2% suurem.

Tabel 14. Walmarti aktsia hinna tundlikkus brutomarginaali ja kapitali kaalutud keskmisest hinna suhtes, eurodes

WACC	Brutomarginaal				
	24,11%	24,61%	25,11%	25,61%	26,11%
4,67%	116,65	142,29	167,93	193,57	219,21
5,17%	95,59	117,19	138,79	160,40	182,00
5,67%	80,26	98,93	117,59	136,26	154,93
6,17%	68,62	85,05	101,48	117,91	134,34
6,67%	59,46	74,13	88,81	103,49	118,16
7,17%	52,07	65,33	78,59	91,85	105,11

Allikas: Autori arvutused

Võib öelda, et Walmarti aktsia hind on brutomarginaali muutustele tundlikum kui kasvumäära muutustele. Juhul, kui brutomarginaal tõuseb poole protsendi võrra, kasvab Walmarti aktsia

õiglase väärtus 15,9%. Kuna ajalooliselt on Walmarti brutokasum 25% läheduses kõikunud, usub töö autor, et brutomarginaal üle 25,11% suure tõenäosusega väga palju ei tõuse.

3.2. Walmart Inc. väärtuse hindamine suhtarvude võrdlemise meetodil

Järgnevalt viiakse läbi võrreldavate suhtarvude meetod, kus Walmarti võrreldakse nelja sarnase USAs tegutseva jae- ja hulgimüügi ettevõttega, milleks on Costco Wholesale Corporation, Dollar General Corporation, Target Corporation, ja The Kroger Company. Kõik peale Costco on noteeritud New Yorgi börsil.

Walmarti õiglase väärtuse hindamisel kasutatakse käesolevas töös järgmisi suhtarve: aktsia turuhinna ja aktsiakasumi suhtarv P/E, aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhtarv P/B, aktsia turuhinna ja müügitulu aktsia kohta vaheline suhtarv P/S, ettevõtte väärtuse ja müügitulu suhe EV/S, ettevõtte väärtuse ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi suhtarv EV/EBITDA ning lisaks ka dividenditootlus ehk DY. Andmeid, mille põhjal arvutatakse Walmarti suhtarvud, on näha tabelist 15.

Tabel 15. Walmart Inc. suhtarvude leidmise jaoks vajalikud näitajad, dollarites

Näitaja	Suurus
Aktsia hind 17.04.2019 seisuga	103,16
Oodatav kasum aktsia kohta	4,99
Omakapitali väärtus aktsia kohta	25,27
Käive aktsia kohta	179,29
Dividend aktsia kohta	2,08
Ettevõtte väärtus, miljardites dollarites	346,37
EBITDA, miljardites dollarites	32,64

Allikas: Finviz 2019 ja autori arvutused Walmarti 2019. fiskaalaasta konsolideeritud aruande põhjal

Tabelisse 16 on kirja pandud Walmarti, selle võrdlusgrupi ettevõtete kui ka üldise jaekaubandussektori (*general retail*) suhtarvud. Võrdlusgrupi firmade suhtarvud on võetud finantsportaalidest Finviz ja Bloomberg Terminal, jaemüügisektori kohta käivad andmed sai autor kätte Damodarani kodulehelt. Teoorias peaksid kõikide ettevõtete näitajad olema sarnased, sest

tegemist on sama sektori ettevõtetega samast riigist. Ent märgata on mitmeid erinevusi. Järgnev tabel näitab suhtarve, mida antud töös analüüsitakse.

Tabel 16. Walmart Inc. ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud

	COST	TGT	DG	KR	Võrdlusgrupi keskmine	Üldise jaemüügisektori keskmine	WMT
P/E	28,86	13,2	17,51	10,61	17,55	16,25	20,67
P/B	7,80	3,80	5,06	2,59	4,81	3,73	4,08
P/S	0,73	0,57	1,27	0,17	0,69	0,54	0,58
EV/S	0,71	0,70	1,31	0,28	0,75	0,70	0,67
EV/EBITDA	17,07	7,68	13,08	6,7	11,13	10,75	10,61
DY (%)	0,93	3,10	0,96	2,19	1,80	2,09	2,02

Allikas: Finviz 2019, Bloomberg Terminal 2019, Damodaran 2019 ja autori arvutused

Walmarti õiglane väärtus leitakse käesolevas töös kasutades võrdlusgrupi keskmisi suhtarve. Alustades esimesest suhtarvust, siis võrdlusgrupi ettevaatav P/E on Walmarti vastavast suhtarvust 15,1% väiksem. Autor usub, et investorid on Walmarti suhtes optimistlikud seetõttu, et Walmart on viimastel aastatel palju e-kaubandusse investeerinud. Antud suhtarvu alusel on Walmarti aktsia õiglane väärtus 87,56 dollarit (vt tabel 17).

Seevastu on võrdlusgrupi P/B suhtarv Walmarti samast suhtarvust 17,9% kõrgem. Sellest tulenevalt on Walmarti õiglane väärtus 121,68 dollarit. P/S suhtarvu järgi leitud Walmarti aktsia õiglane väärtus - 121,84 dollarit - on väga ligilähedane P/B järgi leitud väärtusele. Kuigi EV/S suhtarv annab väiksema tulemuse, on see lähedasem diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud tulemusele. Lähtuvalt EV/S suhtarvule on Walmarti aktsia õiglaseks väärtuseks 115,48 dollarit ja see on 1,8% väiksem kui DCF mudeli tulemus.

Ka Walmarti EV/EBITDA suhtarv on võrdlusgrupi omast väiksem. Samas on erinevus üsna väike ja antud suhtarvu kasutades tuleb Walmarti aktsia õiglaseks hinnaks 108,24 dollarit. Dividenditootlus on P/E kõrval teine suhtarv, mille kohaselt on Walmart aktsia ülehinnatud. DY järgi arvutades saab Walmarti aktsia õiglaseks väärtuseks 91,67 dollarit, mis on ligikaudu 11,1% väiksem kui aktsia turuhind.

Kõikide võrreldavate suhtarvude meetodis kasutatud suhtarvude põhjal on käesolevas töös Walmarti õiglaseks väärtuseks 309,18 miljardit dollarit ning aktsia hinnaks 107,74 dollarit. Kui võtta aluseks 17. aprilli sulgemishind, milleks oli 103,16 dollarit, siis suhtarvude võrdlemise meetodi tulemuseks on asjaolu, et Walmarti aktsia õiglase väärtus on aktsia turuhinnast ligi 4,4% kõrgem. Tabel 17 illustreerib kõikide suhtarvude alusel leitud Walmarti aktsia väärtusi, nende keskmist väärtust ning seda, kui palju need erinevad turuhinnast.

Tabel 17. Walmart Inc. aktsia õiglase väärtus võrdlussuhtarvude baasil

Hindamise meetod	Aktsia õiglase väärtus, dollarit	Erinevus turuhinnast, %
Turuhinna ja aktsiakasumi suhe (P/E)	87,56	-15,12
Turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhe (P/B)	121,68	17,95
Turuhinna ja müügitulu suhe (P/S)	121,84	18,10
Ettevõtte väärtuse ja käibe suhe (EV/S)	115,48	11,94
Ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe (EV/EBITDA)	108,24	4,92
Dividenditootlus	91,67	-11,14
Võrdlussuhtarvude keskmine	107,74	4,44

Allikas: Autori arvutused

Suhtarvude võrdlemine oli hea võimalus kontrollida diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud tulemust. Kuna mõlema meetodi puhul tuli välja, et Walmarti aktsia on alahinnatud, siis on alust arvata, et see tulemus on korrektne. Järgmises alapeatükis tehakse Walmarti õiglase väärtuse leidmisest ülevaade ning tuuakse välja lõplikud järeldused Walmarti õiglase väärtuse kohta.

3.3. Hinnang saadud tulemustele ja arutelu

Käesolevas töös kasutati kahte erinevat meetodit leidmaks Walmarti õiglast väärtust. Esimesena kasutati diskonteeritud rahavoogude meetodit, kus prognoositi firma vabad rahavood ning diskonteeriti need kasutades kapitali keskmist hinda. Teise meetodina oli kasutusel võrdlussuhtarvude meetod, kus Walmarti võrreldi nelja sarnase Ameerika Ühendriikide jaemüügiettevõttega kuue erineva suhtarvu põhjal.

Autor eeldas rahavoogude prognoosimisel, et kontserni tulud ei kasva tulevikus kuigi kiiresti, sest selle käive on juba väga suur, selle peamine turg on küllastunud, üks ärisegment on tundlik valuutakursside kõikumisele ning firma konkureerib tugevalt Amazoniga. Samas arvas autor, et e-kaubanduse kasv aitab Walmarti käibel tulevikus ikkagi tõusta.

Kasutades DCF meetodit, kujunes Walmarti hinnanguliseks väärtuseks 337,46 miljardit dollarit, mis on turuväärtusest 14,0% kõrgem. Selles lähtuvalt on Walmarti ühe aktsia õiglane väärtus 117,59 dollarit. Sensitiivsusanalüüsis jäi firma aktsia hind vahemikku 52,07 dollarit kuni 219,12 dollarit, kusjuures kõrgeima hinna korral oli ettevõtte väärtus 679,38 miljardit dollarit.

Võrreldavate suhtarvude meetodis andsid ainult hinna ja kasumi suhtarv ning dividenditootlus märku, et Walmart on ülehinnatud. Kõik teised suhtarvud näitasid vastupidist. Vahemik, kuhu Walmarti aktsia õiglane väärtus vastavalt suhtarvudele jäi, oli 87,56 dollarit kuni 121,84 dollarit. Madalaima tulemuse andis P/E suhtarv, kõrgeima aga P/S suhtarv.

Võrdlussuhtarvude meetodil saadi aktsia keskmiseks õiglaseks väärtuseks 107,74 dollarit ja see oli turuhinnast ligi 4,4% suurem. Seevastu DCF meetodil leitud väärtus ehk 117,59 dollarit oli turuhinnast 14,0% kõrgem. Turuhinnana kasutati sulgemishinda 17.04.2019 seisuga, milleks oli 103,16 dollarit. Kuigi kahe meetodi tulemuste vahe oli 9,1%, näitasid mõlema meetodi tulemused, et Walmarti aktsia on alahinnatud.

Tabel 18 näitab seda, millised on Walmarti aktsia õiglased väärtused vastavalt DCF meetodile ning võrdlussuhtarvude meetodile. Lisaks on välja toodud ka saadud tulemuste erinevus turuhinnast, milleks on fikseeritult 103,16 dollarit.

Tabel 18. Meetodite tulemused ja erinevus Walmarti aktsia turuhinnast

Hindamismeetod	Aktsia õiglane väärtus, dollarites	Erinevus turuhinnast, %
Võrdlussuhtarvude meetod	107,74	4,44
Diskonteeritud rahavoogude meetod	117,59	13,99
Kahe meetodi keskmine tulemus	112,67	9,22

Allikas: Autori koostatud

Võttes arvesse nii võrdlussuhtarvude kui diskonteeritud rahavoogude meetodi tulemusi, on ettevõtte väärtus keskmiselt 323,31 miljardit dollarit ning aktsia õiglase väärtus 112,67 dollarit. Kokkuvõttes saab öelda, et seisuga 17.04.2019 on Walmarti aktsia ligi 9,2% alahinnatud.

Kuigi mõlemad meetodid on üsna subjektiivsed ning sõltuvad sellest, milliseid sisendeid mudelites kasutatakse, jõudsid mudelite tulemused samale järeldusele, et Walmarti aktsia on alahinnatud. Antud tulemust saab selgitada juba eelnevalt väljatoodud asjaoluga, et Walmartil on võimalik läbi e-kaubanduse kasvada. Samas ei saa kasv olla väga suur, sest internetis on tihe konkurents, mida juhib gigantfirma Amazon.

Walmarti puhul eksisteerib muidugi ka palju riske, mida firma täielikult kontrollida ei saa, nagu näiteks valuuta kursside kõikumine. Selle kõrval on ka Walmarti käibe ja kasumi kasv viimastel oluliselt langenud ning on eeldust arvata, et see trend jätkub. Ent autor usub, et juhtkonna pikaajaline ning tuleviku vaatav mõtteviis võivad siiski Walmarti väärtust kasvatada ning seda nn noorena hoida.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk oli tundma õppida ettevõtte väärtuse hindamise kahte levinuimat meetodit ning rakendada saadud teadmisi, et jõuda järeldusele, kas USA jae- ja hulgimüügifirma, Walmart Inc. aktsia turuhind erineb selle õiglasest väärtusest. Eesmärgi täitmiseks püstitas autor neli erinevat uurimisküsimust, mis leidsid töö käigus ka vastused.

Töö esimeses peatükis uuriti ettevõtte väärtuse hindamisega seotud definitsioone, selle komponente ning läbi viimise meetodeid. Meetodid, mida käsitleti, olid diskonteeritud rahavoogude ning võrdlussuhtarvude meetod. Teises peatükis tutvuti uurimisobjektiks oleva ettevõtte ehk Walmartiga täpsemalt, viidi läbi kontserni finantsanalüüs ja koostati lühiülevaade ka selle aktsiast. Kolmas peatükk keskendus Walmarti aktsia õiglase väärtuse leidmisele ning järelduste tegemisele.

Walmarti õiglase väärtuse leidmiseks oli esmalt kasutuses diskonteeritud rahavoogude meetod, mille puhul sõltub uurivata ettevõtte väärtus selle tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusest, kuid ka riskitasemest ja nõutavast tulunormist. Rahavood on tüüpiliselt kas vabad rahavood ettevõttele, vabad rahavood omanikele, dividendid või jääkkasum. Käesolevas töös prognoositi vabad rahavood ettevõttele ning diskonteeriti need kapitali kaalutud keskmise hinnaga.

Rahavoogude prognoosimisel uuriti Walmarti lähimineküü majandustulemusi ning analüüsiti seda, kuidas võiks firma tulevikus edasi areneda. Kuna tegemist on küpses või peaaegu et langusfaasis ettevõttega, ei prognoositud ettevõtte müügituludele kuigi suurt kasvu. Kuid kuna firma investeerib e-kaubandusse, arvas autor, et tulude kasv jääb lähiaastatel siiski plusspoolele.

Kulude leidmisel vaadati seda, kuidas olid erinevad kulud osakaaluna kogutulust viimastel aastatel muutunud. Ka kulumi, investeeringute ning käibekapitali muutuste prognoosimisel võeti aluseks ajaloolised andmed. Investeeringute prognoosimisel eeldati, et ettevõtte peab ka edaspidiselt e-kaubandusse investeerima.

Vabade rahavoogude leidmise ning nende diskonteerimise põhjal saadi ettevõtte hinnanguliseks väärtuseks 337,46 miljardit dollarit ning aktsia õiglaseks väärtuseks 117,59 dollarit. Kuna 17.04.2019 seisuga on aktsia turuhind 103,16 dollarit, on DCF mudeli tulemuse kohaselt Walmart aktsia õiglase väärtus selle turuhinnast ligi 14,0% kõrgem.

Teise meetodina oli kasutuses võrdlussuhtarvude meetod, milles vaadatakse seda, kuidas sarnased ettevõtted turul hinnatud on. Antud meetodi puhul peavad ettevõtete turuhinnad olema standardiseeritud ehk konverteeritud erinevateks suhtarvudeks. Teine oluline aspekt antud meetodi puhul on see, et uuritavad firmad peavad olema sarnased.

Walmarti õiglase väärtuse leidmisel võrreldi firmat nelja sarnase USAs tegutseva jae- ja hulgimüügifirmaga. Suhtarvud, mille põhjal firmasid võrreldi, olid aktsia turuhinna ja kasumi suhtarv P/E, aktsia turuhinna ja bilansilise väärtuse suhtarv P/B, aktsia turuhinna ja käibe suhtarv P/S, ettevõtte väärtuse ja käibe suhe EV/S, lisaks ka ettevõtte väärtuse ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi suhtarv EV/EBITDA ning dividenditootlus. Kõikide suhtarvude põhjal tuli Walmart aktsia õiglaseks väärtuseks 107,74 dollarit, mis on turuhinnast 4,4% kõrgem.

Kuigi tulemuste vahel eksisteeris erinevus, kus DCF mudeli põhjal leitud väärtus oli suhtarvude võrdlemise meetodil saadud tulemusest ligi 9,1% suurem, demonstreerisid mõlema meetodi tulemused asjaolu, et Walmart peaks olema turul alahinnatud. Vaadates kahe meetodi tulemuste keskmist väärtust, siis selle põhjal kujunes ettevõtte väärtuseks 323,31 miljardit dollarit ning aktsia õiglaseks väärtuseks 112,67 dollarit, mis on Walmart aktsia turuhinnast 9,2% suurem.

Autori arvates said töö eesmärgid täidetud, sest autor õppis ettevõtte väärtuse hindamise kohta palju uut ning jõudis mõlema meetodi lõpuks samale järeldusele, et Walmart aktsia turuhind erineb selle õiglasest väärtusest ja et firma on turul alahinnatud. Kuid põhjusel, et Walmart on pidevalt ajas dividende maksnud, võiks käesolevas lõputöös tehtud analüüsidele lisaks kasutada ka dividendide diskonteerimise mudelit, mis oleks saadud tulemustele heaks täienduseks.

VIIDATUD ALLIKAD

- Aktsia väärtuse hindamine. (2019). Allikas: Rahandus:
<https://www.rahandus.ee/et/aktsiavaartuse-hindamine>, 21. aprill 2019.
- Bloomberg. (2019). Bloomberg Professional Terminal.
- Chen, J. (2019). Cost of Debt. Allikas: Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp>, 10. aprill 2019.
- Chen, J. (2019a). Valuation Definition. Allikas: Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/v/valuation.asp>, 5. mai 2019.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2018). Walmart's India (Flipkart) Gambit: Growth Rebirth or Costly Facelift?. Allikas: <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2018/05/walmarts-india-flipkart-gambit-growth.html>, 12. aprill 2019.
- Damodaran, A. (2019). Damodaran Online: Current Data. Allikas:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html, 24. aprill 2019.
- Elder, A. (1993). *Trading For a Living: Psychology, Trading Tactics, Money Management*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Fernandez, P. (2013). Company Valuations Methods. The Most Common Errors In Valuation. Spain: IESE Business School, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2013a). Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their Conclusions? Spain: IESE Business School, University of Navarra.
- Finviz. (2019). Finviz: Financial visualisations. Allikas: <https://finviz.com/>, 21. aprill 2019.
- Groenedijk, M., Engelbrecht, H., van Baardwijk, R. (2018). Equity Market Risk Premium – Research Summary. Allikas: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2019/advisory/equity-market-research-summary.pdf>, 10. aprill 2019.

- Hagstrom, R., G. (2014). *Warren Buffetti edulugu*. Tallinn: AS Ajakirjade Kirjastus.
- Hayes, A. (2019). Price-to-Earnings Ratio (P/E Ratio) Definition. Allikas: Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>, 15. veebruar 2019.
- Hänni, K. (2008). *Väärtpaberite teejuht: Aktsia*. Tallinn: AS Tallinna Börs, Eesti Päevalehe AS.
- Hyde, R., R. (2019). How Walmart Model Wins With "Everyday Low Prices". Allikas: Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/011815/how-walmart-model-wins-everyday-low-prices.asp>, 3.mai 2019.
- International Monetary Fund (IMF). (2019). Real GDP growth. Allikas: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD/USA/MEX/GBR/CMQ, 16. aprill 2019.
- Kennon, J. (2018). Negative Working Capital on the Balance Sheet. Allikas: The Balance: <https://www.thebalance.com/negative-working-capital-on-the-balance-sheet-357287>, 10. aprill.
- Kenton, W. (2018). Mature Firm. Allikas: Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/mature-firm.asp>, 21. jaanuar 2019.
- Kenton, W. (2019). Intrinsic value. Allikas: Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/intrinsicvalue.asp>, 23. jaanuar 2019.
- Kert, E. (2007). *Investeermise teejuht: Väärtpaberite fundamentaalne analüüs*. Tallinn: AS Äripäev.
- Kivinurm-Priisalm, K. (2007). *Investeermise teejuht: Investeermise strateegiad*. Tallinn: AS Äripäev.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Konkurentsiamet. (2016). Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn, Harjumaa, Eesti.
- Markets Insider. (2019). Walmart (WMT). Allikas: <https://markets.businessinsider.com/stocks/wmt-stock>, 30. aprill 2019.
- Oidermaa, K. (2013). Analüüsi alused – kuidas valida aktsiaid?. Allikas: <https://fp.lhv.ee/file?locale=et&id=22132>, 2. mai 2019.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2019). Long-term Interest Rates. Allikas: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>, 15. aprill 2019.
- Pisang, S. (2007). *Investeermise teejuht: Väärtpaberite tehniline analüüs*. Tallinn: AS Äripäev.

- Platt, H., Demirkan, S., Platt, M. (2009). Perilous Forecast: Implications of Reliance on Terminal Value. – *Corporate Finance Review*, Vol. 14, No. 3, 23–34, viidatud Rojo-Ramírez, A. A., Martínez-Romero, M. J., Mariño-Garrido, T. (2017). How the Equity Terminal Value Influences the Value of the Firm. – *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, Vol. 13, No. 1, 1-14, vahendusel.
- Saario, S. (2016). *Kuidas ma investeerin börsiaktisatesse*. Tallinn: AS Äripäev.
- Salurand, S. (2014). Hansab Group väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil. (Bakalaureusetöö). Tallinna Tehnikaülikooli Rahanduse ja majandusteooria instituut. Tallinn.
- Stamberg, P. (2002). Suhtarvud abiks aktsiate valikul. Allikas: Äripäev: <https://www.aripaev.ee/uudised/2002/03/21/suhtarvud-abiks-aktsiate-valikul>, 22. märts 2019.
- Statista. (2019). Retail e-commerce sales in the United States from 2017 to 2023. Allikas: <https://www.statista.com/statistics/272391/us-retail-e-commerce-sales-forecast/>, 16. veebruar 2019.
- Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. (Seminaritöö). European Business School. Oestrich-Winkel.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., Henry, E. (2010). *Equity Asset Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Talpsepp, T. (2019). Kui palju on teie firma väärt – kuidas käib ettevõtte väärtuse hindamine. Allikas: <https://www.pwc.com/ee/et/press/artiklid/kui-palju-on-teie-firma-vaeaart--kuidas-kaeib-ettevotte-vaeaertu.html>, 20. aprill 2019.
- Võrklaev, E. (2007). *Investeermise teejuht: Investeermise põhitõed*. Tallinn: AS Äripäev.
- Walmart Inc. (2012). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2012.
- Walmart Inc. (2013). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2013.
- Walmart Inc. (2014). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2014.
- Walmart Inc. (2015). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2015.
- Walmart Inc. (2016). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2016.

- Walmart Inc. (2017). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2017.
- Walmart Inc. (2018). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2018.
- Walmart Inc. (2019). Walmart Inc. annual report on form 10-K for the fiscal year ended january 31, 2019.
- Walmart Inc. (2019a). Financial Information: Unit counts and square footage. Allikas:
<https://stock.walmart.com/investors/financial-information/unit-counts-and-square-footage/default.aspx>, 30.aprill 2019
- Walmart Inc. (2019b). Investor Resources: Stock Information. Allikas:
<https://stock.walmart.com/investors/investor-resources/faqs/default.aspx>, 30. aprill 2019
- Yahoo Finance. (2019). Walmart Inc. (WMT). Allikas:
<https://finance.yahoo.com/quote/WMT?p=WMT>, 21. aprill 2019
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda.

SUMMARY

VALUATION OF WALMART INC.

Kirke Ruuven

A lot of different types of goals can be achieved through stock investing. But because it is possible to fail in investing, the investor must understand the value of the company he or she wishes to invest in. There are many different methods for valuing a company, for example the discounted cash flow method (DCF), which is often referred to as the most popular valuation method. It helps to find the fair value of any asset, usually a firm, based on the present value of the asset's future cash flows.

Besides from stock picking, company valuation has many other applications. It can be used when buying or selling a company, comparing listed companies, carrying out a public offering, valuing inheritances and wills, quantifying compensation schemes based on value creation, identifying a firm's main value drivers, making strategic decisions or a strategic plan.

This bachelor's thesis focuses on valuing Walmart Inc., which is a large international retail company located in the United States. Walmart was chosen as the subject of this work because the author is interested in the company and its future. Since the retail industry is rapidly changing, Walmart must make strategic investments in e-commerce to stay relevant to its customers. Because of this the 57-year-old Walmart is gaining a slightly new identity. One other reason was the fact the author could only find similar works that value either Estonian or its neighboring countries' companies.

The aim of this work is to gain experience in valuing a company by using the two most popular valuation methods - the discounted cash flow method and relative valuation - and implement the

acquired knowledge to find out if the market value of Walmart is equal to its fair value. For achieving the objectives of this work, the author formed the following questions:

1. What is the fair value of Walmart Inc. using the discounted cash flow model?
2. What is the fair value of Walmart Inc. using relative valuation?
3. How much do the results of the two valuation methods differ from each other?
4. How much does the average value of the two valuation methods differ from the market value?

There are three parts in this work, the first one of which gives an overview of the basic definitions of company valuation, its main components and methods. The second part focuses on Walmart itself and its financial overview. Lastly, in the third chapter, the author carries out the valuation of Walmart using the discounted cash flow method and relative valuation. The chapter ends with results and conclusions.

The discounted cash flow method is based on the present value rule, which states that the value of any asset is equal to the present value of the asset's expected future cash flows. Usually these cash flows are either free cash flows to the firm (FCFF) or free cash flows to equity (FCFE), but they can be dividends as well. To arrive at the present value of future cash flows, the cash flows need to be discounted with an appropriate discount rate, which typically is the weighted average cost of capital (WACC).

When using relative valuation, the value of a company is found by looking at how other similar companies are priced on the market. One very important thing in relative valuation is that the firms must be similar. It is typical that companies, which operate in a similar industry, are being used in relative valuation. The most popular multiples for comparing firms are the price to earnings multiple (P/E) and EV/EBITDA, which is the enterprise value divided by the company's earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

In the discounted cash flow method, the author of this work discounts Walmart's future free cash flows with the weighted average cost of capital. The results of the DCF method show that the fair value of Walmart is 337,46 billion dollars, which signifies that the fair value of the firm's stock is 117,59 dollars.

In relative valuation, the companies that are compared with Walmart are other retail companies from the United States: Kroger, Costco, Target and Dollar General. The multiples that are used in the valuation are P/E, P/S, P/B, EV/S, EV/EBITDA and DY. Valuing Walmart with relative valuation, the average fair value of its stock is 107,74 dollars.

As of April 17, 2019, the market value of Walmart's stock is 103,16 dollars. Comparing this to the average value of the two methods, which is 112,67 dollars, it is easy to see that they differ from each other. The average fair value of Walmart's stock is approximately 9,2% higher than the market value of its stock. Therefore, the author concludes that Walmart's stock is currently undervalued.

LISAD

Lisa 1. Walmart Inc. kontserni juriidiline struktuur 31.01.2019 seisuga

Tütarettevõtte	Registreeritud asukoht	Osalus omakapitalis, %	Ärinimi
Wal-Mart Stores East, LP	Delaware, USA	100	Walmart
Wal-Mart Stores Texas, LLC	Delaware, USA	100	Walmart
Wal-Mart Property Company	Delaware, USA	100	-
Wal-Mart Real Estate Business Trust	Delaware, USA	100	-
Sam's West, Inc.	Arkansas, USA	100	Sam's Club
Sam's East, Inc.	Arkansas, USA	100	Sam's Club
Sam's Property Company	Delaware, USA	100	-
Sam's Real Estate Business Trust	Delaware, USA	100	-
ASDA Group Ltd.	Inglismaa	100	ASDA
Wal-Mart de Mexico, S.A.B. De C.V.	Mehhiko	71	Walmex
Wal-Mart Canada Corp.	Kanada	100	Walmart
Flipkart Private Limited	Singapore	81	Flipkart
Wal-Mart Japan Holdings K.K.	Jaapan	100	Seiyu
Walmart Chile S.A.	Tšiili	100	Walmart Chile
Massmart Holdings Ltd.	Lõuna-Aafrika	52	Massmart

Allikas: Walmart Inc. 2019. fiskaalaasta konsolideeritud aruanne

Lisa 2. Walmart Inc. konsolideeritud kasumiaruanne ja lisainfo fiskaalaastatel 2012-2019

mld USD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netotulu	443,8	466,1	473,08	482,23	478,61	481,32	495,76	510,33
Muud äritulud	3,1	3,0	3,22	3,42	3,52	4,56	4,58	4,08
Kogutulu	446,95	469,16	476,29	485,65	482,13	485,87	500,34	514,40
Müüdnud toodangu kulu	-335,00	-352,30	-358,07	-365,09	-360,98	-361,26	-373,40	-385,30
Mitmesugused tegevuskulud	-85,02	-88,63	-91,35	-93,42	-97,04	-101,85	-106,51	-107,15
Ärikasum	26,49	27,72	26,87	27,15	24,10	22,76	20,44	21,96
Intressid								
Laen	-2,03	-1,98	-2,07	-2,16	-2,03	-2,04	-1,98	-1,97
Kapitalirent	-0,29	-0,27	-0,26	-0,30	-0,52	-0,32	-0,35	-0,37
Intressitulu	0,16	0,19	0,11	0,11	0,08	0,10	0,15	0,22
Netointressid	-2,16	-2,06	-2,22	-2,35	-2,47	-2,27	-2,18	-2,13
Kadum võla kustutamisest	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-3,14	0,00
Muud kasumid ja kahjumid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-8,37
Kasum enne maksustamist	24,33	25,66	24,66	24,80	21,64	20,50	15,12	11,46
Tulumaksu provisjonid	-7,92	-7,96	-8,11	-7,98	-6,56	-6,20	-4,60	-4,28
Puhaskasum jätkuvatest tegevustest	16,41	17,70	16,55	16,81	15,08	14,29	10,52	7,18
Puhaskasum/- kahjum lõpetatud tegevustest	-0,02	0,05	0,14	0,28	0,0	0,0	0,0	0,0
Puhaskasum	16,39	17,76	16,69	17,09	15,08	14,30	10,52	7,18
Vähemus- osaluse kasum	-0,69	-0,76	-0,67	-0,74	-0,39	-0,65	-0,66	-0,51
Walmart Inc. puhaskasum	15,70	17,00	16,02	16,36	14,69	13,64	9,86	6,67

Lisainformatsioon

Kulum	8,11	8,48	8,87	9,17	9,45	10,08	10,53	10,68
Investeeringud	13,51	12,90	13,11	12,17	11,48	10,62	10,05	10,34
Dividendid	5,05	5,36	6,14	6,18	6,29	6,22	6,12	6,10

Allikas: Walmart Inc. 2012.-2019. fiskaalaastate konsolideeritud aruanded

Lisa 3. Walmart Inc. konsolideeritud bilanss fiskaalaastatel 2012-2019

mld USD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VARAD								
Käibevarad								
Raha ja raha ekvivalendid	6,55	7,78	7,28	9,13	8,70	6,87	6,76	7,72
Ostjate tasumata arved	5,94	6,77	6,68	6,78	5,62	5,83	5,61	6,28
Varud	40,71	43,80	44,86	45,14	44,47	43,05	43,78	44,27
Ettemaksed	1,68	1,55	1,91	2,22	1,44	1,94	3,51	3,62
Lõpetatud tegevuste käibevarad	0,09	0,04	0,46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Käibevarad kokku	54,97	59,94	61,18	63,28	60,24	57,69	59,66	61,90
Põhivarad								
Materiaalne								
põhivara	109,60	113,93	115,36	114,28	110,17	107,71	107,67	104,32
Kapitalirendi all olev materiaalne põhivara	2,72	2,75	2,54	2,37	6,34	6,47	7,14	7,08
Firmaväärtus	20,65	20,50	19,51	18,10	16,69	17,04	18,24	31,18
Muud pikaajalised varad	5,46	5,99	6,15	5,67	6,11	9,92	11,80	14,82
Põhivarad kokku	138,43	143,17	143,56	140,42	139,31	141,14	144,85	157,40
VARAD KOKKU	193,41	203,10	204,75	203,71	199,58	198,82	204,52	219,29
KOHUSTUSED								
Lühiajalised kohustused								
Lühiajaline laen	4,05	6,80	7,67	1,59	2,71	1,10	5,26	5,22
Võlad tarnijatele	36,61	38,08	37,41	38,41	38,49	41,44	46,09	47,06
Kogunenud kohustused	18,15	18,81	18,79	19,25	19,61	20,65	22,12	22,16
Kogunenud tulumaks	1,17	2,21	0,97	1,02	0,52	0,92	0,64	0,43
1a jooksul tasumisele kuuluv pika-ajaline laen	1,97	5,59	4,10	4,81	2,74	2,26	3,74	1,88
1a jooksul tasumisele kuuluv kapitalirent	0,33	0,33	0,31	0,29	0,55	0,56	0,67	0,73

Lühiajalised kohustused kokku	62,30	71,81	69,34	65,27	64,62	66,93	78,52	77,47
Pikaajalised kohustused								
Pikaajaline laen	44,07	38,39	41,77	41,09	38,21	36,01	30,04	43,52
Pikaajaline kapitalirent	3,00	3,02	2,79	2,60	5,82	6,00	6,78	6,68
Edasilükkunud tulumaks	7,86	7,61	8,02	8,80	7,32	9,34	8,35	11,98
Tagastamisele kuuluv vähemusosalus	0,40	0,52	1,492	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pikaajalised kohustused kokku	55,33	49,54	54,07	52,49	51,35	51,35	45,17	62,18
KOHUSTUSED KOKKU	117,63	121,35	123,41	117,76	115,97	118,28	123,69	139,65
OMAKAPITAL								
Aktiivkapital	0,34	0,33	0,32	0,32	0,32	0,30	0,29	0,29
Ülekurss	3,69	3,62	2,36	2,46	1,80	2,37	2,65	2,96
Jaotamata kasum	68,69	72,98	76,57	85,78	90,02	89,35	85,12	80,78
Akumuleerunud kasum/kahjum	-1,41	-0,59	-3,00	-7,17	-11,60	-14,23	-10,18	-11,54
Walmart Inc. omanikele kuuluv omakapital kokku	71,31	76,34	76,25	81,39	80,55	77,80	77,87	72,50
Vähemusosalus	4,45	5,40	5,09	4,54	3,06	2,74	2,95	7,14
OMAKAPITAL KOKKU	75,76	81,74	81,34	85,94	83,61	80,53	80,82	79,63
Kohustused ja omakapital kokku	193,41	203,10	204,75	203,71	199,58	198,82	204,52	219,29

Allikas: Walmart Inc. 2012.-2019. fiskaalaastate konsolideeritud aruanded