

**TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
TALLINNA KOLLEDŽ**

Majandusarvestus

Maia Mikiver

**FUNDAMENTAALSE ANALÜÜSI RAKENDAMINE TALLINNA
KAUBAMAJA GRUPP AS JA SILVANO FASHION GROUP AS
AKTSIATE INVESTEERIMISKÕLBLIKKUSE TESTIMISEL**

Lõputöö

Juhendaja: Kristo Krumm, *MBA*

Tallinn 2016

SISUKORD

SISSEJUHATUS	3
1. FUNDAMENTAALSE ANALÜÜSI OLEMUS JA PEAMISED RAKENDUSED, AKTSIATE INVESTEERIMISEGA SEONDUVAD RISKID.....	5
1.1. Fundamentaalanalüüsi olemus, enim kasutatavad suhtarvud.....	5
1.2. Väärtpaberite investeerimisega seonduvad riskid	8
2. BENJAMIN GRAHAM`I JA WARREN BUFFETT`I KRITEERIUMID INVESTEERIMISOTSUSTE TEGEMISEL	12
2.1. Benjamin Graham`i kriteeriumid	12
2.2. Warren Buffett`i kriteeriumid	17
3. FUNDAMENTAALANALÜÜSI, BENJAMIN GRAHAM`I JA WARREN BUFFETT`I METOODIKATE RAKENDAMINE AS TALLINNA KAUBAMAJA GRUPP JA AS SILVANO FASHION GROUP NÄITEL	22
3.1. Fundamentaalanalüüsi meetoodika rakendamine	29
3.2. Benjamin Graham`i meetoodika rakendamine.....	36
3.3. Warren Buffett`i meetoodika rakendamine.....	37
KOKKUVÕTE	48
VIIDATUD KIRJANDUS	51
LISAD	53
SUMMARY	66

SISSEJUHATUS

Euroopa Keskpanga nõukogu hoidis intressimäärad majandus- ja rahaliidu kõigi aegade madalaimal tasemel: põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressi alammäär on 0,05%, laenamise intressimäär 0,30% ja hoiustamise intressimäär langetatud 3. detsembril veel 10 baaspunkti võrra, -0,30%-ni.

Raha hoidmine deposiidil tulu intressi näol ei too, selle väärtus inflatsiooni pärast väheneb ja investeerimine on hea viis raha kasvatada. Pole ühtegi investeerimisvõimalust, kus riskid puuduvad.

Ajaloo näitab, et väärtusinvesteeringute puhul riskid on vähem ja lõppkokkuvõttes tootlus on kõrgem, sest lühiajalise investeeringu puhul tootlus võib olla väga kõrge, aga ka võimalus palju kaotada väga suur, sest lühiajaliselt ennustada turu käitumist väga raske.

Jeremy J.Siegel oma raamatus väärtusinvesteeringust „Stocks for the long run“ toob välja graafikut, kus on näidatud erinevate investeerimisobjektide aastatootlus 200.a. jooksul.

Aktsiate aastatootlus on olnud 6,6%, võlakirjade aastatootlus on olnud 3,6%, investeeringud kulda on olnud 0,7 aastatootlusega ja US Dollar`i investeeringute aastatootlus on olnud -1,4%.

Muidugi see ei tähenda et igal aastal on garanteeritud 6,6% tootlus või on igal aktsial on olnud sama aastatootlus. Igal konkreetsel investeeringul on oma ajalugu ja oma tootlus. Selleks, et investeering õnnestuks tuleb valida õiget investeerimisstrateegiat ja investeerimisobjekte.

Töö eesmärgiks on olnud leida fundamentaalse analüüsi rakendades, kuhu on kasulik investeerida, kas AS Tallinna Kaubamaja Grupp või AS Silvano Fashion Group aktsiatesse.

Need ettevõtted on valitud selle pärast, et fundamentaalanalüüsi teoreetikud soovivad valida need ettevõtted, mis on investori jaoks arusaadavad ja lihtsad.

Eesmärgist tulenevad järgmised uurimisülesanded:

- Vaadelda ja kirjeldada fundamentaalse analüüsi olemust;
- Tuvastada aktsiate investeerimisega seonduvad riskid;
- Tuua välja Benjamin Graham'i ja Warren Buffett'i investeerimiskriteeriumid;

- Anda ülevaade AS Silvano Fashion Group ja AS Tallinna Kaubamaja Grupp ajaloost, struktuurist, finantsseisundist, ärikeskkonnast jne;
- Rakendada Benjamin Graham'i ja Warren Buffett'i investeerimismeetodid AS Tallinna Kaubamaja ja AS Silvano Fashion Group analüüsimisel;

Planeeritavad andmete allikad on: NASDAQ OMX Tallinn veebisait; AS Silvano Fashion Group'i veebisait ja finantsaruanded; AS Tallinna Kaubamaja Grupi veebisait ja finantsaruanded, statistikaameti veebisait; majanduse teemalised raamatud, artiklid, loengud; Benjamin Graham'i raamatud ("The Intelligent Investor", "Security Analysis"); Robert Hagstrom'i raamat "The Warren Buffett Way", Warren Buffett'i ettevõtte Berkshire Hathaway veebisait jne.

Kavandatavad analüüsi meetodid on:

- Fundamentalanalüüs;
- Benjamin Graham'i investeerimismeetodid;
- Warren Buffett'i investeerimismeetodid;

Töö-fookuseks autori poolt on valitud väärtusinvesteerimise suuna, see tähendab, et investeerimine on pikaajaline. Töö koosneb kahest peatükist.

Esimene peatükk on teoreetiline osa, kus kirjeldatakse fundamentaal analüüsi olemust, fundamentaal analüüsi liigid ja peamised suhtarvud ja aktsiate investeerimisega seonduvad riskid. Samas osas autor kirjeldab Benjamin Graham'i ja Warren Buffett'i investeerimismeetodid. Benjamin Graham'it kutsutakse "the father of value investing" [20], teda peetakse "väärtusinvesteerimisele teadusliku lähenemise loojaks" [20], ja ta on töönud välja fundamentaalsed kriteeriumid, mille järgi aktsiate valimisel on tõenäoline saavutada turu keskmist tootlust ületavat tulemust.

Teine peatükk sisaldab autoripoolset uurimust ning keskendub uurimisülesannetele, kus rakendatakse fundamentaal ja Benjamin Graham'i ja Warren Buffett'i investeerimismeetodid AS Tallinna Kaubamaja ja AS Silvano Fashion Group analüüsimisel. Analüüsi jaoks kasutatakse viie aasta andmed 2009 – 2014.

Fundamentaalsed kriteeriumid, mille järgi aktsiate valimisel on tõenäoline saavutada turu keskmist tootlust ületavat tulemust.

Autori panus seisneb eelkõige selles, et teooriat rakendada praktikas. Täiendavalt soovib autor välja selgitada, milline mõju on erinevatel fundamentaalanalüüsi komponentidel üksikuna ja kuidas mõjutab majanduse areng Ukrainas, Venemaal ja Valgevenes AS Silvano Fashion Group aktsia hinda ja ettevõtte finantsseisu.

1. FUNDAMENTAALSE ANALÜÜSI OLEMUS JA PEAMISED RAKENDUSED, AKTSIATE INVESTEERIMISEGA SEONDUVAD RISKID

1.1. Fundamentaalanalüüsi olemus, enim kasutatavad suhtarvud

Fundamentaalne analüüs on tehnilise analüüsi kõrval peamisi investorite poolt börsil kasutatavaid analüüsimeetodeid.

Ettevõtte turuhind erineda tema õiglasest väärtusest (ettevõtte võib olla ala- või ülehinnatud) ja tuleb eeldada, et pikemas perspektiivis turg siiski oma vea parandab ning ettevõtte turuhind liigub õiglase väärtuse suunas.

Eelnevast tulenevalt sobib fundamentaalne analüüs eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks. Fundamentaalse analüüsi põhiülesanne ongi eelnevalt korduvalt nimetatud õiglase väärtuse leidmine, milleks omakorda kasutatakse tervet rida erinevaid meetodeid. Neist levinuimad on diskonteeritud rahavoogude meetod (*DCF – discounted cash flow method*), suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod, millest kaks viimast on omavahel tihedalt seotud. [7]

Enne fundamentaal analüüsi alustamist iga analüüsija peab selgeks teha enda jaoks, milline on tema eesmärk. Tavaliselt väärtusinvestorid huvitatud nendest ettevõtetes, kes on küpsed ja genereerivad palju kasumi ja maksavad dividende ja ettevõtte. Sel juhul on vaja otsida mitte kasvuaktsiaid (*growth stocks*), vaid väärtusaktsiaid (*value stocks*).

Neile pakuvad huvi ettevõtted, mille aktsiad on mingil põhjusel ebaõiglasele odavalt hinnatud (võrreldes ettevõtte müügitulu, kasumi, varade või dividendidega). Odava hinnataseme taga võib olla näiteks mõne negatiivse uudise ületähtsustamine või terve majandussektori ebasoosingusse sattumine. Väärtusaktsiaid otsides tuleks suuremat tähelepanu pöörata just mitmesugustele suhtarvudele. [7]

Fundamentaalanalüüsi allikaks on:

- (ettevõtte enda ja konkurentide omad) majandustegevuse aruandlus, mis seisneb bilansist, kasumiaruandest, rahavoogude aruandest, aastaaruande lisadest;
- turuandmed (statistika, turuanalüüsid, hinnangud);
- kontaktid juhtkonnaga, ettevõtte pressiteated, juhatuse sõnavõttud, intervjuud;
- ajalehtede artiklid ja muudest allikatest saadud materjalid.
- aktsia hind (minevikuliikumised ja turuhind) [7]

Fundamentaalne analüüs algab tihti just nimelt finantsaruannete analüüsist. Olulisemad aruanded on kasumiaruanne ja bilanss, samuti sisaldavad väärtuslikku informatsiooni ettevõtte mineviku ja tuleviku kohta juhtkonna kommentaarid, mis aruannetesse enamasti kaasatakse. Kõige olulisemaks aruandeks võib investori seisukohalt tavaliselt pidada kasumiaruannet, kuna just puhaskasum on lõppkokkuvõttes see, millest investoritele dividendide näol ükskord väljamakseid tehakse. [7]

Fundamentaalanalüüs tugineb ettevõtte majandustulemustele ja nende põhjal tuleviku prognoosimisele. Analüüs ise seisneb fundamentaalnäitajate arvutamises ja nende interpreteerimises. Fundamentaalanalüüsi teostajad võivad olla nii sisesed infotarbijad: firma tegevjuhid, töötajad, kui ka välised infotarbijad: audiitorid, investorid, samuti äripartnerid, krediidi pakkujad, tarbijad, analüütikud, liitumise ja ülevõtmise hindajad ja ülejäänud asjast huvitatud isikud.

Fundamentaalanalüüs võib olla mingi näitajate analüüs, muutuste ehk hälbeanalüüs, mis omakorda jaguneb: vertikaal (struktuuri-) analüüs, horisontaalanalüüs.

Hälbeanalüüs näitab: millised näitajad on muutunud; kui palju ja milline on muutuste dünaamika.

Fundamentaalanalüüsi andmed võib võrrelda eelarvega, möödunud perioodiga, möödunud aasta sama perioodiga.

Fundamentaalse analüüsi käik:

- Esmane tutvus ettevõttega (tegevusala, ärimudel, tooted, konkurentsikeskkond, juhtkond).
- Ettevõtte mineviku finantsandmete analüüs ning prognooside tegemine.
- Juhtkonna hindamine.
- Konkurentsikeskkonna ja konkurentide hindamine.
- Ettevõtte hinnataseme hindamine. [7]

Näitajate analüüsi puhul arvutakse ettevõtte finantssuhtarvud (tasuvuse näitajad, aktsiate tulususe näitajad, likviidsusnäitajad, efektiivsuse näitajad jne). Neid võrreldakse aruandeperioodi alguse näitajatega, tegevusharu keskmiste näitajatega, konkurentide näitajatega.

Vertikaalanalüüsi korral arvutatakse aruandluse üksikute kirjete osakaal üldsummast ja võrreldakse neid eelmise perioodi näitajatega, aruannete andmed kasutakse protsentuaalkujul. Bilansis see aitab näha eri aktiva ja passiva kirjete osatähtsust ning kasumiaruandes tajuda eri kululiikide osamäära müügituludest. Analüüs näitab, millised struktuuri muutused on aruandeperioodi jooksul toimunud.

Baassuuruseks võetakse tavaliselt suurim summa aruandes:

1. bilansikirjete suhe bilansimahtu;
2. kasumiaruande kirjete suhe müügituludesse;

Horisontaalanalüüsi puhul võrreldakse mitme erineva perioodi näitajaid. Tavaliselt kajastatakse muutusi nii rahas kui protsentides ning püüakse aru saada, miks mõni näitaja on muutunud.

Edukas fundamentaalanalüüs ettevõtte tasandil eeldab, et analüüsija on võtnud arvesse majanduskeskonna mõjud, tema jaoks on selgeks saanud ettevõtte majanduslik seisukord, tegevuse tulemused aruandeperioodil ja perspektiivid tulevikus, ettevõtte tugevad ja nõrgad küljed võrreldes konkurentidega samas majandusharus.

Fundamentaalanalüüsi alusel on võimalik prognoosida erinevad realselt teostatavad variandid ettevõtte tegevuse edendamiseks tulevastel perioodidel.

Fundamentaalanalüüsis enim kasutatavad suhtarvud

Suhtarvud peegeldavad firma tegevuse erinevaid aspekte, nende abil saab mõõta ettevõtete efektiivsust, likviidsust, kasumlikkust jne. Nad on abiks erinevatele otsustajatele (omanikud, juhtkond, laenuandjad jne). Suhtarvud peegeldavad firma tegevuse erinevaid aspekte. Nad on abiks erinevatele otsustajatele (omanikud, juhtkond, laenuandjad jne).

1. **EPS** (*earnings per share*) – lihtaktsiate tulukuse näitaja.

$$\text{EPS} = \text{puhaskasum} - \text{eelisakts. dividendid} / \text{aktsiate keskmine arv} \quad (1)$$

2. **P/E** (*price-earnings ratio*) – näitab, mitme aasta jooksul me saame aktsiatesse investeeritud raha tagasi. Madal P/E suhe näitab, et aktsia on suhteliselt odav ja kõrge P/E suhe näitab, et suhteliselt kallis.

$$\text{P/E} = \text{aktsia turuhind} / \text{aktsiakasum} \quad (2)$$

3. **Dividendimäär** (*dividend yield*) – näitab aktsiakasumit %-des

$$\text{Dividendimäär} = \text{dividend} / \text{aktsia kohta} / \text{aktsia turuhind} \quad (3)$$

4. **Dividendi väljamaksekordaja** (*dividend payout ratio*) – näitab väljamakstava dividendi osatähtsust puhaskasumist.

$$\text{Dividendi väljamaksekordaja} = \text{dividend aktsia kohta/aktsiakasum} \quad (4)$$

$$\text{Dividendi väljamaksekordaja} = \text{dividendi kogusumma/puhaskasum} \quad (5)$$

5. **Lihtaktsia bilansiline väärtus** on aktsia raamatupidamislik väärtus.

$$\text{Lihtaktsia bilansiline väärtus} = \text{lihtaktsionäride omakapital/lihtaktsiate arv} \quad (6)$$

6. **P/S** (*price-to-sales ratio*) = aktsia turuhind / müügitulu aktsia kohta (7)

Kasutatakse juhul, kui ettevõtte, näiteks, kasumit ei teeni. Võimaldab võrrelda ainult väga sarnaseid ettevõtteid.

7. **P/B** (*price-to-book ratio*) = aktsia turuhind / firma raam.väärtus aktsia kohta (8)

Väärtusinvesteerimise ideega kooskõlas investeerimine madala P/B suhtarvuga ettevõttesse, kuna need on suurema tõenäosusega alaväärtustatud.

8. **ROA** (*return on total assets*) – näitab, kui palju puhaskasumit teenis ettevõttesse iga paigutatud €

$$\text{ROA} = \text{puhaskasum/keskmise koguvara} \times 100 \% \quad (9)$$

$$\text{ROA} = \text{müügikäibe puhasrentaablus} \times \text{varade käibesagedus} = \text{puhaskasum} / \text{müügitulu} \times \text{müügitulu} / \text{keskmise koguvara} \quad (10)$$

9. **ROI** (*return on investment*) – investeringute rentaablus või vara tasuvus (rentaablus), mis näitab vara tasuvust enne maksustamist ja finantsvõimenduse mõju.

$$\text{ROI} = \text{Ärikasum (EBIT)/ keskmise koguvara} \times 100 \% \quad (11)$$

10. **ROE** (*return on equity*) – omakapitali tootlus

$$\text{ROE} = \text{puhaskasum/keskmise omakapital (või perioodi alg. omakapital)} \times 100\% \quad (12)$$

11. **ROIC** (*return on invested capital*)

$$\text{ROIC} = \text{maksude-järgne ärikasum} / \text{ettevõttesse investeeritud kapital} \quad (13)$$

1.2. Väärtpaberite investeerimisega seonduvad riskid

Igasuguse investeerimistegevusega kaasnevad riskid ehk kahjumi tekkimise oht, samuti oht mitte saavutada kavandatud investeerimistulemust. Investeerimisega seotud riske tuleb hinnata enne investeerimisotsuse tegemist, samuti edaspidi korrapäraselt positsiooni hoidmise ajal. Alljärgnev lühiülevaade ei anna ammendavat loetelu ega kirjeldust kõigist investeerimisega seotud riskidest, mistõttu peab klient vastavalt konkreetsetele asjaoludele hoolikalt analüüsima ja iseseisvalt hindama investeerimistegevusega seotud muid riske ning arvestama nende võimaliku mõju ja tagajärgedega.

Poliitiline risk

Risk, et riigis, kus väärtpaberid on registreeritud või kus asub või on registreeritud emitent, kelle

poolt emiteeritud väärtpaberitesse klient on investeerinud, toimuvad sündmused, mis mõjutavad vastava riigi või piirkonna poliitilist või majanduslikku stabiilsust või edasist arengut ning mille tulemusena võib tekkida oht, et klient kaotab osaliselt või täielikult oma investeeringud selles riigis või ta saab tehtud investeeringutelt olulist kahju

Likviidsusrisk

Likviidsusrisk seondub tururiskiga ning seisneb peamiselt selles, et kliendil võib tekkida kahju tulenevalt vastaval reguleeritud turul likviidsuse puudumise tõttu, mis takistab väärtpaberite müüki kliendi poolt soovitud ajal või neid ei õnnestu müüa turuhinnale lähedase hinnaga või kliendi poolt soovitud hinnaga.

Valuutarisk

Välisvaluutas arvestatavate investeeringute korral eksisteerib oht, et klient saab sellistelt investeeringutelt erinevate valuutade vaheliste valuutakursside ebasoodsa muutuse tõttu kahju.

Tururisk

Oht, et klient saab kahju väärtpaberiturul või selle teatud valdkonnas toimuva üldise ebasoodsa hinnaliikumise tõttu. Ebasoodsaid hinnaliikumisi võivad põhjustada näiteks vastava riigi või majandusvaldkonna halvad majandusnäitajad, eba- stabiilne majanduskeskkond, ebastabiilne väärtpaberiturg jms.

Hinnarisk

Oht, et klient saab kahju väärtpaberi või muu vara, millesse ta on investeerinud, väärtuse ebasoodsast muutusest.

Krediidirisk (emitendi risk)

Klient võib saada kahju seetõttu, et tema poolt omandatud väärtpaberite väärtus langeb seoses nimetatud väärtpaberite emitendi halbade finantsnäitajate, majandusraskuste või muude sarnaste näitajate tõttu. Emitendi halvad majandustulemused võivad muuhulgas põhjustada vastava emitendi suutmatuse täita investorite ees emiteeritud väärtpaberitest tulenevaid kohustusi.

Süsteemirisk

Võimalus, et (eelkõige) tehnilised rikked väärtpaberiregistrite, börside, arvelduskodade jt asutuste süsteemides ja arvepidamises või sidekanalite ühendusvead vms probleemid võivad põhjus- tada

tehingute tühistumisi, tehingujärgsete arvelduste hilinemisi, valekandeid jms sündmusi, mistõttu kliendile võib sellistest riketest tekkida kahju.

Vastaspole risk

Kuigi finantsvahenditega kauplemiseks loodud kauplemiskeskondade (nt börs või muu reguleeritud turg) korraldajad on erinevate meetmete rakendamisega sellise riski üldjuhul välistanud, eksisteerib oht, et kliendiga panga vahendusel tehingu sõlminud isik ei täida talle sellisest tehingust tulenevaid kohustusi.

Depositooriumi risk

Vaatamata sellele, et pank lähtub isikute, kelle poolt pakutavat väärtpaberite hoidmise, registreerimise ja/või arveldamise teenust pank kasutab (Depositoorium), valikul selleks kehtestatud korrast ja rakendab seejuures professionaalset hoolsust, ei pruugi tulenevalt õigusliku regulatsiooni puudustest ja/või asjakohase kohtupraktika puudumisest teatud riikides või piirkondades Depositooriumi võimaliku pankroti korral olla täielikult tagatud Depositooriumis esindajakontodel hoitavate kliendi väärtpaberite ja muu vara eraldamine Depositooriumile endale kuuluvatest väärtpaberitest ja muust varast. Lähtudes eeltoodust eksisteerib oht, et Depositooriumi pankrotistumise või sunnimeetmete rakendamise korral saab klient kahju vastavas Depositooriumis avatud esindajakontodel hoitavate väärtpaberite kaotamise tõttu.

Õigusrisk

Oht, et kliendil tekib kahju ebasoodsa piirangu või kohustuse kehtestamisest investeringu tegemise järel jõustuva õigusakti või pädeva institutsiooni reeglina. Klient ei pruugi omada täielikku ülevaadet või tal võib puududa ülevaade õigusaktidest, mis kehtivad riigis, kus asuvad emitendid, mille väärtpaberitesse on klient investeerinud. Kliendi väärtpaberite osas, millele kohalduvad kolmanda riigi õigusaktid, võivad kliendi õigused erineda Eestis või Euroopa Liidu õigusaktides sätestatust. Sellest tulenevalt ei pruugi klient olla teadlik temal lasuvatest kohustustest ja saada seeläbi kahju või tema suhtes võidakse rakendada seadusest tulenevaid sanktsioone. Lisaks võidakse riigis õigusaktide muutmise läbi kehtestada kliendile ebasoodsaid piiranguid või kohustusi investeringu tegemise järgselt. Kui väärtpabereid hoitakse panga nimel avatud kontol, ei ole kliendil võimalik oma õigusi ja kohustusi isiklikult täita.

Inforisk

Kliendil võib puududa võimalus saada väärtpaberite kohta adekvaatset ja õiget infot või on

sellise info saamine raskendatud, mistõttu võib kliendil puududa võimalus teha asjakohaseid otsu- seid oma investeringute osas.

Suhtluskanali risk

Kuigi tehingute tegemiseks telefoni teel korralduste andmine on rahvusvaheliselt tunnustatud ning finantsteenuste osutamisel üldiselt kasutatav praktika, eksisteerib oht, et poolte poolt rakendatav hool ja tähelepanu ning turvaelemendid on ebapiisavad välistamaks olukorda, kus panga ja kliendi vahelise vahetu kokkusaamise puudumist ära kasutav isik võib kliendi tahte vastaselt võtta tema arvel kliendile siduvaid kohustusi.

Intressirisk

Intressirisk seondub tururiskiga ning seisneb selles, et klient võib saada kahju tulenevalt ebasoodsatest muutustest turul, mis võivad väljenduda intressimäärade muutumises, intressimäärade volatiilsuse muutumises, erineva riskitasemega investeerimis- objektide omavahelise intressimäärade vahe muutumises, võlakohustuse ennetähtaegses tagasimaksmises.

Maksurisk

Tulenevalt konkreetse turu regulatsioonist, praktikast või sellisel turul tegutseva Depositooriumi poolt pakutavast teenusest ei pruugi kliendil olla võimalik kasutada tema residentsusriigi ja väärtpaberite hoidmise riigi vahel sõlmitud topeltemaksustamise vältimise lepingust tulenevaid soodustusi. Samuti võib maksustamist mõjutada asjaolu, et kliendile kuuluvaid väärtpabereid hoitakse tema nõusolekul Depositooriumi juures panga nimel avatud kontol, mille tulemusel käsitletakse kliendile kuuluvaid väärtpabereid pangale kuuluvate väärtpaberitena.

Riskid seoses väärtpaberite hoidmisega esindajakontol

Teatud turgudel võib olla raskendatud või võimatu esindajakontol hoitavate väärtpaberite alusel emitentide üldkoosolekutel osalemine või seal hääletamine. [6]

2. BENJAMIN GRAHAM`I JA WARREN BUFFETT`I KRITEERIUMID INVESTEERIMISOTSUSTE TEGEMISEL

2.1. Benjamin Graham`i kriteeriumid

Benjamin Graham, sündinud **Benjamin Grossbaum** (8. mai 1894 – 21. september 1976) oli Briti päritolu Ameerika majandusteadlane ja professionaalne investor. Graham peetakse väärtusinvesteeringu isaks. Ta alustas investeeringu õpetamist Columbia ülikoolis aastal 1928. (https://en.wikipedia.org/wiki/Benjamin_Graham)

Graham on kirjutanud mitu raamatuid intelligentsest investeeringust. Esimene õpik "Security Analysis" (1934), milles sai konservatiivse investeeringu klassikaline traktaat, mida ta on kirjutanud koos David Dodd`iga; kes oli samuti Columbia ülikooli professor.

Roger Lowenstein ütles, et Graham rajas metodoloogilise aluse aktsiate valimisele, mis enne seda oli hasartmänguga sarnanev pseudoteadus.

Adam Smith ütles, et enne teda polnud (finantsanalüütiku) elukutset ja pärast teda nad nimetavad seda nii.

Graham`i järgi: **investeering** on operatsioon, mis toetudes põhjalikule analüüsile lubab investeeringu põhiosa turvatust ja rahuldavat tootlust. Operatsioonid, mis nendele nõuetele ei vasta, on spekulatiivsed.

Graham definitsiooni järgi **põhjalik analüüs** on: kättesaadavate faktide hoolikas uurimine, et püüda teha neist järeldusi, mis põhinevad väljakujunenud põhimõtetel ja usaldusväärsetel loogikal.

Graham on näinud analüüsi protsessina, mis seisneb kolmest astmest. Algaasta: kõigi faktide kogumine ja arusaadaval viisil kirjeldamine ja esitamine. Teine aste on kriitiline, selles faasis tuleb vastata küsimusele, kas kõik faktid on usaldusväärsed? Viimane aste on selektiivne ja nõuab analüütikult otsust, kas väärtuspaber (ettevõtte) on atraktiivne või mitte.

Atraktiivsuse puhul Graham peab silmas kaks kriteeriumi, mis peavad olema täidetud:

- 1) Põhiosa turvavaru;
- 2) Rahuldav tootlus;

Põhiosa turvavaru tähendab et investor ostab aktsia siis, kui:

- 1) turg kaupleb langus trendil või;
- 2) osta aktsia siis, kui tema hind on odavam, kui sisemine väärtus, sõltumata sellest kas turg ise on langus-või tõusutrendil;

Mõlemal juhul, ütles Graham, sisaldub turvavaru juba ostuhinnas, siiski soovitas Graham kasutada ainult teist kriteeriumit, sest turuarengute prognoosimine on päris raske ülesanne.

Selleks ta on töötanud välja selektiivsed kriteeriumid, “kuidas tuvastada aktsiad, mida müüakse nende arvestuslikust väärtusest odavamalt.”[5:68]

Graham arvas, et investeerimisel kehtivad kaks reeglit. Esimene reegel: ära kaota. Teine reegel: ära unusta esimest reeglit.

Tal on olnud selleks kaks lähenemisviisi:

- 1) osta aktsia vähem kui 2/3 eest selle aktsiapuhasväärtusest;
- 2) osta aktsia, millel on hinna-kasumi suhtarv on madal;

Peale kvantitatiivse analüüsi Graham ütles, et ei tohi kahe silma vahele jätta ka kvalitatiivseid tegureid. Kaks neist on juhtimisvõimekus ja äriettevõtte olemus. Grahamil seisnes probleem selles, kui palju tuleks neile tähelepanu pöörata. [5:69]

Ta on kartnud, et seda, mida raske mõõta, võib halvast mõõta. Ta arvas samuti, et ettevõtte peab võlgnema vähem, kui ta ise väärt on.

“Graham ütles, et üks teda rõhutavaid koormaid oli tema hea mälu. Mälestus kahest korrast, mil ta kogu raha kaotas, viis ta sellise investeerimistaktika juurde, mis rõhutas pigem kaitset investeringu väärtuse languse vastu kui väärtuse tõusuvõimalust.” [5:70]

Graham on arvanud et turul valitsevad emotsioonid ja need on ahnus ja hirm. Kui turg on kõrglained ja optimistlik, siis ahnus toob kaasa aktsiate ülehindamise ja kui optimism kaob, siis hirm lööb hinnad allapoole ja aktsiad on allahinnatud.

“Paljude praegu langenute au saab taastet, ja paljud praegu austet saavad langust näha.”

Sellest johtuvalt investoril on võimalik kasu lõigata.

Buffett sai teadlikuks 1965. aastal, et Graham'i odavate aktsiate ostmise strateegia on puudulik.

“Ta nimetas sellist strateegiat ”suitsukonide korjamiseks”. Kuigi tegu on viletsa suitsuga, teeb odav hind selle mahvi ikkagi väärtuslikumaks”. [5:81]

Buffett arvab, et Aeg on suurepärase külgeva äri sõber ja keskpärase vaenlane

Grahami uurimine piirdus korporatsiooni dokumentide ja aastaaruannetega, aga ta ei mõelnud ettevõtte spetsiifikast või juhtkonna võimekusest.

Buffeti sõnul, oli viimane kord Grahami metodoloogias juhitudes kasu saada 1973.-1974. aasta, mil turu langus jõudis põhja. ” [5:82]

Aga Grahami peamisest ideest – turvavarust, peab Buffett kinni ka praegu.

Teine väärt soovitus investoritele Grahami poolt on olnud alati tegutseda ratsionaalselt, mitte emotsionaalselt ja olla teistest sõltumatu. Kõik tehingud peavad olema tehtud loogika põhjal, mitte emotsioonide põhjal.

Graham soovitas, et teada saada, kui palju riski te saate võtta, mõelda põhilistest asjaoludest oma olemuslikult:

- Olete te vallaline või abielus? Millega teie abikaasa või elukaaslane tegeleb?
- Kas teil on lapsi või teil tulevad lapsed? Millal õppemaksu arved hakkavad koju saabuma?
- Kas teil pärida raha, või te peate ise rahaliselt vastutama vananenud, haigestunud vanemate eest? 4. Millised tegurid võivad haiget teha teie karjäärile?
- Kui olete füüsilisest isikust ettevõtja, kui kaua ettevõtte, sarnased teie omaga kipuvad ellu jääda?
- Kas teil on vaja oma investeeringutest täiendada teie rahalist sissetulekut? (Üldiselt võlakirjad saavad, aktsiad mitte.)
- Arvestades oma palka ja oma kulutusi, kui palju raha te saate endale lubada kaotada oma investeeringutena? [3:104]

Graham soovitas juhul, kui riski taluvus on kõrge, koostada portfelli, mis koosned kõrge tootlusega võlakirjadest ja atraktiivse hinnaga ostetud aktsiatest. Ta ütles et: võlakirjade osa ei saa olla kunagi väiksem kui 25% või rohkem kui 75%. Portfellis peavad olema mitte vähem, kui 10 väärtpapereid ja mitte rohkem, kui 30. Lihtne valik oleks säilitada proportsiooni 50% – 50 % nende kahe vahel,

Portfelli tuleb kohanda sõltuvalt turu arengust. Juhul, kui turg ohtlikult kõrgeks kasvab, tuleks aktsiate osa vähendada ja vastupidi, kui aktsiahindade langus muutub neid üha atraktiivsemaks, tuleks neid osta ja nende osa suurendada, aga mitte rohkem kui 75%.

Graham ütles, et 100% portfelli, mis koosneb ainult aktsiatest, võivad omada ainult vähesed:

- Need, kellel on rahavaru vähemalt aastaks;
- Need, kes on pidevalt investeerinud 20 aasta jooksul;
- Need, kes uleelanud aega, mil valitses karuturg;
- Need, kes ei ole müünud oma aktsiaid karuturu aja;
- Need, kes teavad, kuidas kontrollida oma investeerimise käitumist; [3:24]

Mõned Grahami põhimõtetest:

- Investor peab teadma, millega ta tegeleb.
- Investor ei tohi lubada teistele mõjutada end ja usaldada teistel juhtida oma äri, seda võib teha ainult äärmisel juhul.
- Ta kutsus hoidma eemale ettevõtmistest, kus investoritel on vähe saada ja palju kaotada.
- Tal peab olema julgust oma teadmisi ja kogemusi usaldada. Te ei pea muretsema, kui teised mõtlevad teisiti.
- Ta ütles, et väärtuspaber ei ole hea või halb, see võib olla ainult kallid või odav.
- Tuleviku turg ja aktsia hind mitte kunagi etteaimatav. Kuna te ei saa ennustada turgude käitumist, peate õppima, kuidas prognoosida ja kontrollida oma käitumist. [3:24]

Investeerimine vastavalt Grahamile, koosneb võrdsest 3 elementidest:

- Te peate põhjalikult analüüsima ettevõtte ja tema usaldusväarsust oma äritegevuses, enne kui osta aktsiaid;
- Te peate end teadlikult kaitsta tõsisest kaotusest;
- Te peate püüdma "piisava", mitte erakorralist tulemuslikkust; [3:35]

Graham ütles spekulatsioonidest, et peate võtma spekulatsioone, nagu veteran-mängurid kohtlevad oma reise Casinosse:

- Te ei tohi kunagi petta ennast mõtlemisega, et teil on tegemist investeerimisega, kui on tegemist spekulatsiooniga;

- Spekuleerida võib olla surmavalt ohtlik alates hetkest, kui te hakkate seda tõsiselt võtma;
 - Te peate panema ranged piiranguid summale, mis olete nõus kihilveole ohverdada; [3:46]
- Ta kirjutas, et intelligentne investor peab ostma ettevõtteid kategooriast " Large, Prominent, and Conservatively Financed ". Ettevõttel peaks olema 50 miljonit dollarit väärtusega vara või müügitulu. Tänapäeval firmal peaks olema kogu varade väärtus (või "turukapitalisatsioon") vähemalt 10 miljardit dollarit. Ettevõtte suurus peab olema oma majandussektori esimese kolmandiku või neljandiku sees. [3123]

Ettevõtte maksab pikka aja jooksul rekord-dividende. Piirihind peab olema mitte rohkem, kui keskmine tulukus seitsme viimase aasta jooksul. Intelligentne investor peab vältida otsuste tegemist, mille alus on turu kõikumine.

IPO

Graham päevadel, mainekamad investeerimispannad on juhtinud üldiselt IPO-d, mida peeti naiivsete investorite vääritud ära kasutamiseks. [3:142]

Pullituru sümptomid:

- Ajalooliselt kõrge hinnade tase;
- Kõrge P/E suhtarv;
- Madalad dividendimäärad võrreldes võlakirja preemiatega;
- Paljud, kes spekulatsioonivad tagatisele;
- Palju IPO halva kvaliteediga; [3:193]

The „Rule of 72" on käepärane vahend hinnata ajavahemikku, mil rahal kulub kahekordistamiseks. Kui eeldatakse, näiteks, kasvu 6% aastas, raha kahekordistub 12. aasta pärast ($72/6=12$) Graham määranud kasvaks 7,1% aastas, siis tulu kahekordistub peale 10,1. aasta pärast ($72/7,1=10,1$) [3:142]

Teie kulud alati kontrolli all investeerides pikkaajaliselt:

- Kui te kauplete harva, kannatlikult, odavalt;
- Kui te investeerite võlakirjade fondi, kus kehtivad ühekordsed aastamaksud;
- Teie ootused, baseeruvad realismil, mitte fantaasial, kui te oma tulu prognoosite;
- Teie risk sõltub otsuselt, kui palju oma koguvaredest panete ohtu börsil, mitmekesisistades ja tasakaalustades;
- Teie maksud ka, kui te hoiate vähemalt 1 aasta ja kui see on võimalik 5 aastat, vähendades teie

- kapitali kasvutulu kohustused;
- Teie hoiate kontrolli all oma käitumist; [3:219]

Graham kutsub algajaid enne kui alustada realselt investeerida , trennida end kasutades vähemalt 1 aasta ostes ja müües hüpoteetilisi aktsiaid.

2.2. Warren Buffett`i kriteeriumid

Warren Edward Buffett (sündinud 30. augustil 1930 Omahas) on Ameerika Ühendriikide investor, ettevõtja ja filantroop.

Warren Buffett sündis USA kongresmeni Howard Homer Buffetti ning Leila Stahl`i perekonda. Ta õppis Wharton`i ärikoolis Pennsylvanias, lõpetas Nebraska ülikooli ning seejärel sai magistrikraadi Columbia ülikooli ärikoolis. Ta on õppinud ka New Yorgi finantsinstituudis. Ta töötas oma õpetaja ja jumaldata Benjamin Graham`i firmas, seejärel siirdus tagasi kodulinna Omahasse ning alustas oma käel mastaapset äritegevust, algul usaldusühingute juhina, hiljem Berkshire Hathaway tegevjuhina. Buffett`it peetakse üheks läbi aegade edukaimaks investoriks. (https://en.wikipedia.org/wiki/Warren_Buffett)



Joonis 1. Warren Buffetti ettevõtte Berkshire Hathaway turuväärtuse kasv aastates 1973 – 2012

Allikas:(Seppo Saario, lp 253)

Warren Buffett`i varanduse suuruseks hindab Forbes üle 72 miljardi dollari ja ta on koos Bill Gatesiga maailma rikkamaid inimesi. Warren Buffetti investeerimisstiili iseloomustavad püsivad väärtused, pikaajaline omandisuhe ja võlgnevuse vältimine. Maailmarekord: keskmine tootlus aastas 21,4% 42 aasta jooksul. [12:253]

Warren Buffett soovitas, et investorina tuleb osta mõistliku hinnaga osalusi kergesti mõistetavas äriettevõttes, mille kasumid on peaaegu kindlasti oluliselt suuremad viie, kümne ja kahekümne aasta pärast ja siis tuleks osta arvestavas koguses aktsiaid. Warren Buffett peab Graham`it inimeseks, kes on peale oma isa, kõige enam mõjutanud tema investeerimistegevust. Oma esimesele pojale pani ta mentori järgi nime: Howard Graham Buffett.

Kord ütles Warren Buffett aastas 1969: “Minus on 15 protsenti Fisherit ja 85 protsenti Benjamin Grahamit.”[5:85]

Kui Graham`ist Buffett on võtnud investeerimiseks intellektuaalse baasi, mis on turvaline varu ja õpetuse, kuidas on oma emotsioone valitsema, siis Fisher`ist ta on võtnud uuendatud metodoloogia, mis võimaldab kindlaks teha head pikaajalised investeerimisvõimalused ja juhtima edukalt oma portfelli pikka aega. Buffett arvab, et laialdaselt hajutatud portfell räägib investeerija oskamatuses leida võidukad aktsiaid.

Berkshire Hathaway aastaaruandes Buffett toob välja kriteeriumid, millest ta lähtub investeringu otsuse langetamisel.

Äritegevust puudutavad tõekspidamised

- 1 Ettevõtte väärtus on 5 - 20 miljardit dollarit. Erandjuhtudel huvitavad teda ka väksemad ettevõtted, kui nende kasum enne maksustamist peab olema siiski üle 50 miljoni dollari.
- 2 Pakutav ettevõtte peab olema pikemat aega toonud kasumit.
- 3 Ettevõtte omakapitali tootlus peab olema kõrge, ilma et kasumlikkus oleks tagant tõugatud olulise laenuvõtmise arvel.
- 4 Ettevõttel hea juhtkond ning Buffett soovib, et see jätkaks.
- 5 Ettevõttel on kergesti mõistetav ja jätkusuutlik äriidee.
- 6 Kontaktivõtja esitab kindla müügipakkumise koos piisavalt suure osa aktsiate hinnaga.
[12:255]

Buffett soovib investeerida oma kompetentsi piires.

Investor peab aru saama, kuidas ettevõtte raha teenib, kui ihaldusväärne selle kaup, kas see kaup on eriline ja omab mingi lisaväärtus. Investoril peab olema täielik ülevaade turust, kus ettevõtte tegutseb, kes on tema konkurendid, missugused on tugevad ja nõrgad kohad, riskid. On vaja teada,

mis toob tulud, mis kulud sellel ettevõttel, mis laadi nad on, millised on rahavood, milline on personaal, kas hinnad on paindlikud või mitte, millised on kapitalimahutuste vajadused. On vaja valida ettevõtet selles harus, mida sa tunned, sest väga raske prognoosida arengu selles tööstusharus, millest sul ei ole informatsiooni ja teadmisi.

Buffet soovib mitte ostma ettevõtteid, kellel on ees seisavad rasked muudatused ja kes on probleemsed isegi, kui nad on odava hinnaga. Ta arvab et, kui ettevõtte on suutnud hästi teenida sama toodega või teenusega palju aastaid, siis ta suudab seda teha tulevikus ka.

Buffett kirjutab oma blogis: “Charli ja mina pole ära õppinud, kuidas raskeid ärilisi probleeme lahendada, me oleme õppinud neid vältima.”[5:255]

Suurepärased ettevõtted on need, Buffetti järke, kelle tooded, teenused on ihaldusväärased, erilised, neid vajatakse, neid raske asendada, ja need ettevõtted pole reguleeritud. Nendel ettevõtetel on hinnakehtestamise paindlikus, mis võimaldab teenida kapitalilt üle keskmise kasumit. Investeerida tuleb pikaajaliselt turuliidrite aktsiasse.

Juhtimist puudutavad tõekspidamised

- 1 Kas juhtimine on ratsionaalne?
- 2 Kas juhtkond oma aktsionäridega avameelne?
- 3 Kas juhtkond seisab vastu institutsionaalsele imperatiivile? [5:89]

Kõige tähtsamaks juhtimistegevuseks, Buffetti arvates, on kapitalipaigutus. Rahapaigutus peab olema ratsionaalne ja loogiline, kas investering toob väärtust juurde. või on parem anda raha aktsiaomanikele.

Need otsused kapitalipaigutusest sõltuvad väga palju, millises tsüklis ettevõtte on parajasti on.

Kui ettevõtte arengufaasis, siis tema kapitali vajadused on suured ja üldiselt ta ei ole veel kasumlik.

Järgmises, kiirekasvu staadiumis, on ettevõtte kasumlik. Selles faasis tuleb mitte ainult kogu kasum jagamata jätta, vaid kasvu on vaja finantseerida laenuga või aktsiate emiteerimisega.

Kolmandas, küpsuse faasis, ettevõtte hakkab raha sisse tooma enam, kui vajab arengu- ja tegevuskuludeks. Viimases, languse faasis, müügitulu ja kasum langevad, kuid raha genereerimine jätkub.

Buffett'i arvates on nendes ettevõtetes, kus rahahulk aina kasvab ja seda pole võimalik üle keskmise kasumimääraga uuesti investeerida, ainus mõistlik ja vastutundlik käik maksta raha aktsionäridele välja. Kui juhtkond ostab aktsia tagasi, siis tunneb Buffet, et kasum on kahekordne. [5:95]

Juhid peavad käituma ja mõtlema, nagu ettevõtte omanikud, olema ausad, pädevad, keda võib usaldada. Nad peavad olema avameelsed ka siis, kui on eksinud ja teinud valed otsused.

Juhtidel peab olema julgust mitte järgida pimedalt selle tööstusharu kaasvõitlejaid. Selle nähtust ta on ristunud "institutsionaalseks imperatiiviks". Ta viitab sellega korporatsiooni juhtide seas levinud tendentsile, mis sarnaneb lemmingute käitumisega imiteerida teiste käitumist, ükskõik kui rumal või irratsionaalne see ka poleks. [5:93]

Milles seisneb institutsionaalse imperatiivi populaarsus?

Buffet eristab kolme tegurit, mis avaldavad juhtkonna käitumisele kõige enam mõju:

- 1) Enamik juhte ei suuda kontrollida oma tegevusihka. Selline hüperaktiivsus leiab sageli väljundi äriettevõtete ülevõtmises;
- 2) Enamik juhte võrdleb oma ettevõtte müügitulemusi, kasumit ja juhtkonna tasustamist teiste ettevõtete samade asjadega nii nende tööstusalal kui ka väljaspool. Sellised võrdlused kutsuvad kõrvalekaldumatult esile korporatiivse hüperaktiivsuse;
- 3) Enamikul juhtidel on liialdatud ettekujutus oma võimekusest; [5:97]

Raha puudutavad tõekspidamised

- 1 Keskenduge tulule omakapitalilt, mitte kasumile aktsia kohta;
- 2 Arvutage omanikutulu;
- 3 Otsige ettevõtteid, millel on kõrge tasuvus;
- 4 Hoolitsege selle eest, et iga säilitatud dollari kohta oleks ettevõtte loonud vähemalt ühe dollari ulatuses turuväärtust; [5:89]

Buffett hoiatab et, rahakäive on sobiv viis ettevõtte väärtuse määramiseks ainult juhul, kui võetakse arvesse kapitalikulutused. Buffetti järgi vajab enamik USA ettevõtteid kapitalikulutusi, mis on laias laastus võrdsed nende amortisatsioonimääradega.

Ettevõtte aastase tootlikkuse mõõtmiseks eelistab Buffet omakapitali tootlus puhastulu suhet omakapitali.

Esmalt tuleks väärtpaperid hinnata nende soetusmaksumuse alusel.

Teiseks tuleb kontrollida mõju, mida erakorralised tulud ja kulud selle suhte lugejale avaldada võivad. Ta ütleb, et üks hea ettevõtte peaks suutma tagada hea omakapitali tootluse ilma võlakapitali abita ja et ettevõtteisse, mille omakapitali tootlus sõltub võetud võlgadest, tuleb suhtuma kahtlusega. [5:103]

Buffet keskendub viie aasta keskmisele tulemustele ja ei võta liiga tõsiselt iga-aastased tulemusi.

Buffet leiab, et suured ettevõtted on viletsad investeringud juhul, kui juhtkond ei pööra müügitulu kasumiks. Selleks et kasumit saavutada, on vaja kõik kulud hoida kontrolli all.

Headel juhtidel on alati personali suurus optimaalne ja „nad ründavad kulusid nii siis, kui kasum on rekordiline, kui siis, mil see on surve all.“ [5:106]

Turgu puudutavad tõekspidamised

Milline on ettevõtte väärtus?

Kas ettevõtet on võimalik osta selle väärtusest oluliselt madalama hinna eest? [5:89]

Hinna paneb paika börs ja analüütik on see, kes väärtuse määrab kindlaks. Kui ettevõtte hind odavam väärtusest ühe aktsia kohta, siis ratsionaalne investor ostab. Juhul, kui hind on väärtusest kõrgem, siis ost jääb tegemata.

Ettevõtte väärtus on selle tegutsemisaja vältel oodatav rahakäive, mida on diskonteeritud sobiva intressimääraga. Ettevõtte rahakäive on ettevõtte omanikutulu. Buffett rakendab enda valitud diskontomäära. Tema kasutatav määr on USA valitsuse pikaajalise võlakirja oma. Juhul, kui ettevõtte äritegevus on lihtne ja mõistetav ja seda juhitud jätkuva kasumlikusega, siis Buffett määrab kindlaks tulevast rahakäivet üsna täpselt, aga kui ettevõtte äritegevus ei ole arusaadav ja ta ei suuda seda hinnata õigesti, siis ta ei püüa seda teha.

Buffett peab kogu ideed, et hinna kõikumine on riski mõõt, mõttetuseks. Tema arusaama järgi väheneb äririsk, ehk see isegi elimineeritakse, kui keskendutakse pidevalt ja ennustatavat kasumit tootvale ettevõtetele. [5:109]

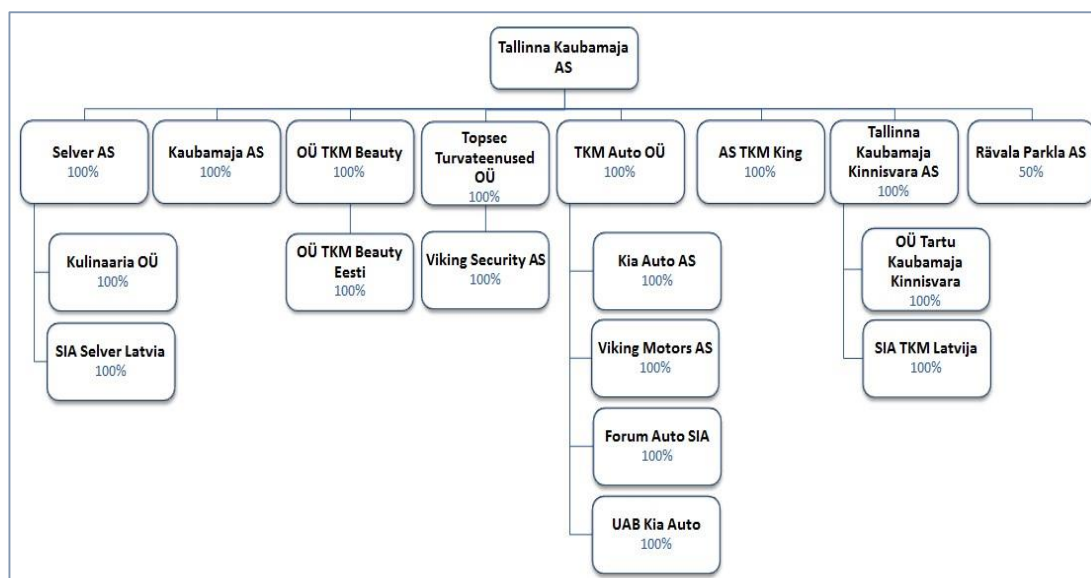
Buffett ütleb, et turg nagu Jumalgi, aitab neid, kes ise end aitavad. Kuid erinevalt Jumalast ei andesta turg nendele, kes ei tea, mida nad teevad. [5:109]

3. FUNDAMENTAALANALÜÜSI, BENJAMIN GRAHAM'I JA WARREN BUFFETT'I METOODIKATE RAKENDAMINE AS TALLINNA KAUBAMAJA GRUPP JA AS SILVANO FASHION GROUP NÄITEL

3.1. Fundamentaalanalüüsi metoodika rakendamine

AS Tallinna Kaubamaja Grupi ajalugu ulatub aastani 1960., mil avati Tallinna Kaubamaja. Kahest kaubamajast Tallinnas ja Tartus on aastakümnetega kasvanud Eesti suurim kaubanduskontsern. Alates 1996. aastast on Tallinna Kaubamaja aktsiad noteeritud Tallinna Väärtpaberibörsi põhinimekirjas.

1995. aastal loodi Tallinna ja Tartu Kaubamaja kõrvale Selverikauplustekett, kui Tallinnas Lasnamäel avati esimesena Punane Selver. Aastatel 1998–2001 kujundati Selver super- ja hüpermarketite ketiks, kus kaubeldakse peamiselt toidu- ja esmatarbekaupadega.



Joonis 2. Tallinna Kaubamaja kontserni juriidiline struktuur seisuga 31.12.2014

Allikas: AS Tallinna Kaubamaja Grupi aastaaruanne 2014

2004. aastal laienes Tallinna Kaubamaja Viru Keskusesse, millega seoses suurenes müügipind ligi 1,5 korda. Aasta hiljem suurendati kaubanduspinda ka Tartus, kui avati ca 60 üürikuga Tartu Kaubamaja kaubanduskeskus, millest poole hõlmab Kaubamaja.

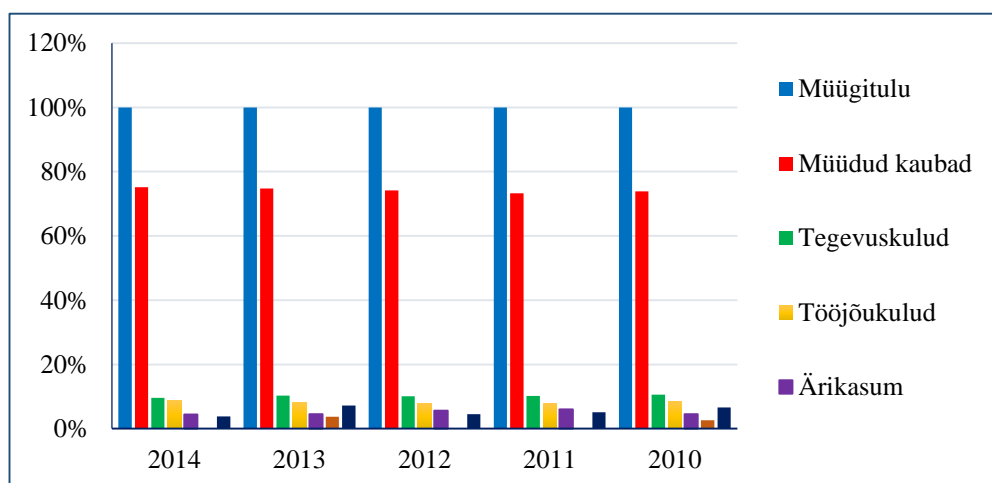
2007. aasta alguses sisenes Tallinna Kaubamaja autode müügi- ja teenindusturule (Kia, Opel ja Cadillac autode müük ja teenindus). 2008. aasta kevadel ostis Tallinna Kaubamaja Grupp jalatsikaubandusega tegelevad ettevõtted. 2009. aastal avati Tallinna Kaubamaja Grupi poolt välja töötatud kaubamärgi I.L.U. all esimene ilukauplus. 2012. aastal on loodud ettevõtte Topsec Turvateenused OÜ, kellele 2014. aastast kuulub Viking Security AS.

Majandusareng

Eesti sisemajanduse koguprodukt (SKP) kasvas 2014. aastal 2013. aastaga võrreldes 2,1%, teatab Statistikaamet. 2014. aastal oli SKP jooksevhindades 19,5 miljardit eurot. Olulise panuse SKP kasvu andis kaubanduse tegevusala, peamiselt jaekaubanduse lisandväärtuse suurenemise tõttu.

Sisemajanduse nõudlus kasvas 4,8%, mõjutatuna enim varude muutusest ja kodumajapidamiste lõpptarbimiskulutuste suurenemisest. 2014. aastal suurenesid varud kõikides alaliikides, sealjuures enim mõjutas varude kasvu kaubavarude suurenemine. Kodumajapidamiste lõpptarbimiskulutused kasvasid eelkõige toidule, transpordile ning samuti rõivastele ja jalanõudele tehtud kulutuste suurenemise tõttu. Statistikaameti andmetel kasvas 2014. aastal Eestis jaekäibe kogumaht jooksevhindades 6,4%. (<https://www.stat.ee>)

AS Tallinna Kaubamaja Grupi majandustulemused



Joonis 3. AS Tallinna Kaubamaja kasumiaruande kirjade osatähtsus müügituludes viie aasta jooksul.

Allikas: autori koostatud.

Tallinna Kaubamaja kontserni 2014. aasta müügitulu oli 535,0 miljonit eurot, kasvades võrreldes 2013. aasta tulemusega, mil müügitulu oli 498,7 miljonit eurot, 7,3%. Müügitulu on olnud kasvava trendiga kogu viie aasta jooksul, keskmine aastakasv on olnud 6,7%. Müüdid kaubad, kasutatud materjalid ja teenused väärtusega on 402 miljonit aastas 2014, need kulud on kasvanud iga-

aastaselt ja kiiremini kui kasvanud müügitulu, keskmiselt – 7,2% aastas. Mitmesugused tegevuskulud on kasvanud keskmiselt 4,2% aastas ja nende väärtus aastas 2014. on olnud 51,5 miljonit eurot.

Tööjõukulud on kasvanud viie aasta jooksul keskmiselt kiiremini kui müügitulu, kasv on olnud 7,7% aastas. Eriti kiire tööjõukulude kasv on toimunud viimased kaks aastat: 2013 – 14,3% ja 2014 – 11,8%.

Maksueelne kasum oli 2014. aastal 22,5 miljonit eurot, kasvades aasta varasemaga võrreldes 5,9%. 2014. aastal jätkus kontserni Eesti jaekaubandusturust kiirem müügi kasv. Maksueelne kasumi viieaasta keskmine kasv on olnud 9 % aastas. Aruandeperioodi puhaskasum aastas 2014. on olnud 20 miljonit eurot ja kasv on olnud 16,2%, viieaasta keskmine kasv on olnud 6,5%.

Kontserni 2014. aasta puhaskasum oli 20,3 miljonit eurot, mis on 16,2% kõrgem eelmise aasta kasumist (2013. aasta kasum on olnud 17,5 miljonit eurot).

Maa ja ehitiste ümberhindlus on toimunud aastates 2013. ja 2011. on toimunud vastavalt 18 650 tuhat eurot ja 10 771 tuhat eurot. Maa ja ehitiste ümberhindlusega on seotud põhivara bilansilise väärtuse kasv ja bilansi mahu kasv.

Puhaskasum tava- ja lahustatud aktsia kohta on olnud 5 aasta jooksul järgmine:

2010 – 0,41 eurot, 2011 – 0,53 eurot, 2012 – 0,51 eurot, 2013 – 0,43 eurot, 2014 – 0,50 eurot.

Aruandeaasta lõpul oli püsikliente üle 614 tuhande kasvades aastaga 7,1%. Püsiklientide osatähtsus kontserni käibes oli 80,9% (2013. aastal oli see 82,1%).

AS Tallinna Kaubamaja Grupi varade seis

2014. aastat tervikuna, kuid eriti aasta lõppu mõjutas Eesti jaekaubandusturu laienemine uute kaubanduspindade ja turuosaliste lisandumise näol. Tallinna Kaubamaja kontserni varade maht 31. detsembril 2014 oli 342,9 miljonit eurot, kasvades võrreldes 2013. aasta lõpu seisuga 15,1 miljonit eurot ehk 4,6%.

Raha ja panga konto on kasvanud neli aastat järjest alates aastast 2011. 12 miljonist eurost kuni rohkem kui 24 miljoni euroni aastas 2014. Nõuded ja ettemaksud on kasvanud viie aasta jooksul rohkem kui 5 miljoni võrra, aastas 2010. nende väärtus on olnud rohkem kui 12 miljonit eurot ja aastas 2014 – peaaegu 18 miljonit eurot.

Varud on kasvanud 39 miljonit aastast 2010. kuni 56 876 tuhat eurot aastas 2014. ja nad on kasvanud iga aastaga. Kõige suurem aastakasv on olnud aastas 2012 – 16,1% ja kõige väiksem

aastakasv on olnud aastast 2010 – 5,6%.

Käibevara kokku osa bilansimahust on suurenenud võrreldes aastaga 2013 – 3,8% ja võrreldes viie aasta keskmisega – 1,7%, mis suurendab likviidsust.

Materiaalne põhivara varadest on kõige suurema väärtusega. Aastas 2014. selle väärtus on olnud 227 914 tuhat eurot. Materiaalne põhivara kõige kiiremini on kasvanud aastast 2013. ja 2012. vastavalt 20,6% ja 10,5%

Kinnisvara investeringute maht 5 aasta jooksul on vähenenud 500 tuhande euro võrra. Ainus aasta, millal see on kasvanud – 2012.

Põhivara kokku bilansiline väärtus on olnud 243 467 tuhat eurot ja viie aastaga on ta kasvanud rohkem kui 51 miljonit eurot võrra ja see on mõjutanud bilansi kasvu. Põhivara väärtuse kasv on toimunud ainult aastast 2012. ja 2013. vastavalt 10,3% ja 18,1%. Kui võrrelda need andmed bilansimahu näitajatega, siis on näha, et bilansi jõuline kasv on toimunud samadel aastatel.

Omakapital on muutunud viie aasta jooksul vähe ja ta on 0,4% vähem kui viie aasta keskmine.

Jaotamata kasum 5 aasta jooksul suurenenud rohkem kui 40 miljonit eurot. Aastas 2010. selle väärtus on olnud ümmarguselt 47,5 miljonit eurot ja 2014 – 88 miljonit eurot.

Omakapitali ümberhindluse reserv aastast 2014. on olnud natuke rohkem kui 67 miljonit eurot. Viie aastaga omakapital ümberhindluse reserv on 14 miljonit eurot võrra kasvanud.

Aksiikapital viie aastase perioodi jooksul on vähendatud 10 miljoni võrra kuni 16 miljoni euroni. Aksiikapitali osatähtsus bilansimahas on vähenenud iga aastaga ja aastast 2014. see on olnud 4,8% bilansimahust, viie aasta keskmine – 8% bilansimahust.

Pikaajalised võlakohustused 5 aasta jooksul on kasvanud 63 miljonist kuni 77 miljoni euroni. Kõige kiirem kasv on olnud aastast 2013 – 29% ja pikaajalised võlakohustused on vähenenud ainult üks kord viie aasta jooksul 12,9% võrra aastast 2011.

Lühiajaliste võlgade bilansiline väärtus on olnud aastast 2014. rohkem kui 70 miljonit eurot ja viie aastaga nad on kasvanud 14 miljoni võrra, aga nende osatähtsus bilansimahas on muutunud vähe.

Lühiajaliste kohustuste osakaal bilansimahtu on kasvanud aeglasem kui käibevara osakaal.

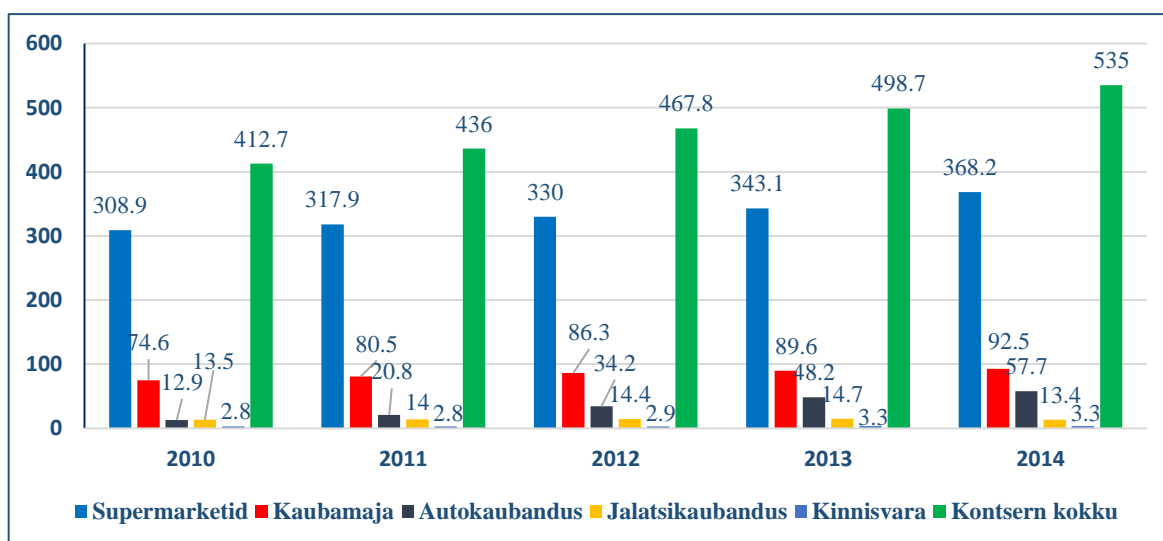
Võlad ja ettemaksud on kasvanud iga aastaga ja maksimumi kasv on olnud 14,4% aastast 2012.

Kokku kohustuste osatähtsus kasvanud võrreldes aastaga 2013. 0,5% ja nad on 0,4% suuremad kui 5 aasta keskmine. Üldiselt bilansi kirjete osatähtsus bilansimahus muutunud väga vähe.

Järeldused:

1. likviidsus on kasvanud (käibevara osatähtsus kasvab kiiremini, kui lühiajaliste kohustuste osatähtsus);
2. areng stabiilne (kesmine müügitulu aastakasv on 6,7%);
3. puhaskasumi hea kasv 16,2%, kus müügitulu on kasvanud aastaga 7,3% näitab efektiivsuse kasvu;

Ärismendid



Joonis 4. Tallinna Kaubamaja kontserni ärisegmentide müügitulude näitajad (mln eurodes)

Allikas: autori koostatud.

Supermarketite ärisegmendi 2014. aasta konsolideeritud müügitulu oli 368,2 miljonit eurot, kasvades aasta varasema perioodiga 7,3. Supermarketite segmenti kuulub Selveri kauplustekett 44 Selveri kaupluse ja müügi pinnaga 83,9 tuhat m².

Kaubamajade ärisegmendi 2014. aasta müügitulu oli 92,5 miljonit eurot, kasvades eelmise aasta sama perioodiga võrreldes 3,3%.

Autokaubandussegmenti 2014. aasta müügitulu oli 57,7 miljonit eurot. Müügitulu ületas 20,1% eelmise aasta sama perioodi tulusid, sealhulgas kasvas KIA sõidukite müügitulu 16,9%. 2014. aasta jooksul müüdi kokku 3050 uut sõidukit.

Jalatsikaubanduse segmenti 2014. aasta müügitulu oli 13,4 miljonit eurot, vähenedes aastaga 9,0%. 2014. aasta kahjumiks kujunes 1,3 miljonit eurot. 2013. aasta kahjum oli 0,1 miljonit eurot. Aasta lõpus oli kontsernil 27 kingakauplust kokku 8,8 tuhandel ruutmeetril.

Jalatsikaubanduse segmendi 2014. aasta müügitulu oli 13,4 miljonit eurot, vähenedes aastaga 9,0%. 2014. aasta kahjumiks kujunes 1,3 miljonit eurot. 2013. aasta kahjum oli 0,1 miljonit eurot. Aasta lõpus oli kontsernil 27 kingakauplust kokku 8,8 tuhandel ruutmeetril.

AS Tallinna Kaubamaja Grupi suhtarvud

Suhtarvud peegeldavad firma tegevuse erinevaid aspekte ja nad on abiks erinevatele otsustajatele ja muidugi investoritele. Tabelis 1. on esitatud AS Tallinna Kaubamaja Grupi viie aasta 2010 – 2014. suhtarvud ja viie aasta keskmine.

Tabel 1. AS Tallinna Kaubamaja Grupi suhtarvud, periood 2010 – 2014

Suhtarvud	AS Tallinna Kaubamaja Grupp					
	2014	2013	2012	2011	2010	keskmine
EPS (€)	0.50	0.43	0.51	0.53	0.41	0.48
P/E	10.2	12.4	10.7	9.1	15.2	11.5
Dividendimäär	7.8%	2.8%	6.4%	7.3%	4.5%	5.8%
Dividendi/puhaskasum	80%	35%	68%	66%	69%	64%
Lihtaktsia bilansiline väärtus (€)	4.3	4.1	3.6	3.4	3.2	3.7
P/S	0.39	0.43	0.48	0.45	0.61	0.47
P/BV	1.2	1.3	1.5	1.4	2.0	1.5
ROA	6%	6%	8%	8%	6%	6.8%
ROI	7%	7.7%	10%	9.7%	6.7%	8.2%
ROE	12%	11%	14%	16%	14%	13.4%
ROIC	9%	9%	12%	13%	9%	10%

Allikas: autori koostatud.

EPS on kasvanud võrreldes aastaga 2013. 16% võrra ja suurem kui viie aasta keskmine. P/E vähem kui 2013. aastal ja vähem, kui viie aasta keskmine. Dividendimäär oluliselt kasvanud võrreldes 2013. aastaga ja kõrgem, kui viie aasta keskmine.

Dividendi ja puhaskasumi suhe väga kõrge, viie aasta rekord. Lihtaktsia bilansiline väärtus on kasvanud iga aastaga ja 2014.a. tema väärtus on olnud 4.3 €. P/S (aktsia turuhinna ja müügitulu aktsia kohta suhe) ja P/BV (aktsia turuhinna ja firma raamatupidamis väärtus) 2014.a.on olnud kõige soodsamad viie aasta jooksul investorite jaoks.

Koguvara rentaablus, ehk ROA on sama suur, kui 2013. aastal ja natuke suurem, kui viie aasta keskmine. Vara tasuvus, ehk ROI on vähem 0,7% võrra kui aasta varem ja vähem 1,2% võrra kui viie aasta keskmine. Omakapitali tootlus ROE on suurem 1% võrra, kui aasta varem, aga vähem 1,4% võrra viie aasta keskmisest. Ettevõttesse investeeritud kapitali rentaablus on sama, kui eelmises aastal ja 1% vähem viie aasta keskmisest.

Nagu AS Tallinna Kaubamaja Grupi suhtarvud näitavad, et ettevõtte töötab stabiilselt. Mõned suhtarvud samal tasemel, nagu eelmise 2013.aasta omad ja madalamad, kui viie aasta keskmised, mõned on kõrgemad. Ettevõtte on maksnud head dividende ja see tähendab, et ta on tuleviku suhtes positiivselt häälestatud.

Juhtkonna hindamine

Tallinna Kaubamaja AS-i juhatus on üheliikmeline. Juhatuse liige Raul Puusepp on ametis alates 2002.aastast, tema volitused lõpevad 6. märtsil 2017. Ta on Eesti Kaupmeeste Liidu esimees.

Nõukogu liikmed on Andres Järving, Jüri Käo, Enn Kunila, Meelis Milder ja Gunnar Kraft. Praeguste nõukogu liikmete volitused lõpevad 19.mail 2015. Nõukogu esimees on Jüri Käo, kes on olnud Tallinna Kaubamaja nõukogu liige alates 1997. aastast ja on olnud varasemalt nõukogu esimees aastatel 2000-2001 ning 2009-2012.

Andres Järving ja Enn Kunila on eesti ettevõtjad. Nad on Eesti ühe suurima erakapitalil põhineva, enam kui 4300 inimesele tööd andva tööstus-, kaubandus- ja kinnisvarainvesteeringute grupi NG Investeeringud juhtedest ja suuromanikkest.

Eesti ettevõtluse edendamise eest tunnustas Eesti Vabariigi president 2006. aastal Enn Kunilat Valgetähe IV klassi teenetemärgiga. Meelis Milder on Baltika juhatuse esimees ja peadirektor, Hansapanga ning Eesti Telekomide nõukogude liige.

Vahur Kraft on kunagine Eesti Panga president ja seotud skandaaliga, kus ta on esitanud võltsitud kirjad riigikogu VEB fondi uurimiskomisjonile. Juhtkond tervikuna siiski usaldusväärne ja professionaalne ja ettevõtte juhitud hasti.

Konkurentsikeskkond

Eesti turul toimub tihe konkurents, aga kontsern on suutnud pika aja jooksul säilitada oma turuosa, mille väärtus natuke vähem kui 10%.

AS Tallinna Kaubamaja Grupp on hinnatud ja tunnustatud kaubanduskontsern Eestis. Tallinna Kaubamaja AS on kolmel korral – aastatel 2006, 2012 ja 2013 – pärjatud Eesti Konkurentsivõimelisima jaekaubandusettevõtte tiitliga. Alates 2013. aasta oktoobrist on Tallinna Kaubamaja juht Raul Puusepp valitud Eesti Kaupmeeste Liidu juhatuse esimeheks. Tallinna Kaubamaja Grupp on IGDS liiga ja Eesti Kaupmeeste Liidu liige.

AS Tallinna Kaubamaja Grupp on konkurentsivõimelisim ettevõtte 2015.

Kaheksandal oktoobril kuulutati Eesti Kaubandus-Tööstuskoja ja Eesti Tööstus- ja Kaubanduskeskuse poolt välja Eesti konkurentsivõimelisemad ettevõtted. Tabelid pani kokku Eesti konjunktuuriinstituut ja tänavu saatis konkursile oma andmed 400 ettevõtet. Tallinna Kaubamaja Grupp pälvis konkursil taas kõrge tunnustuse ja kuulutati Eesti konkurentsivõimelisimaks jaekaubandusettevõtteks 2015. (<http://www.kaubamaja.ee/kaubamajast/ajalugu>)

Konkurentid

Eesti jaekaubanduse turul on palju tugevaid konkurente. Järgnevas tabelis on esitatud AS Baltika, AS Silvano Fashion Group, AS Apranga ja AS Tallinna Kaubamaja Grupp ettevõtete mõned majandustegevuse näitajad. Nad on börsiettevõtted, kes töötavad Eestis ja tegelevad jae- ja hulgimüügiga.

Tabel 2. AS Baltika, AS Silvano Fashion Group, AS Apranga ja AS Tallinna Kaubamaja Grupp 2014.a. majandustegevuse näitajad

Ettevõtte	Tuhandetes eurodes				
	Turuväärtus	Müügitulu	Puhaskasum	P/E	P/B
Apranga	144310	146150	11008	15.13	3.2
AS Silvano Fashion Group	46020	100868	10584	5	0.9
AS Baltika	18850	55600	-1263	negatiivne	2.2
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	207720	535045	20297	10.2	1.2

Allikas: autori koostatud

AS Baltika ja AS Silvano Fashion Group on noteeritud börsil aastal 1997., AS Tallinna Kaubamaja Grupp on noteeritud aastal 2005., AS Apranga on noteeritud aastal 2007.

Kui vaada numbreid, siis turuväärtuse, müügitulu ja puhaskasumi numbrid on AS Tallinna Kaubamaja omad kõrgemad, Selver tagab stabiilsuse ka majanduslanguse korral, peaaegu kõik üksused kasumis(v.a. jalatsikaubandus), aga suhtarvud Silvano omad on paremad, omades müügitulu 5 korda vähem kui Tallinna Kaubamaja, puhaskasum tal on ainult kaks korda vähem.

Üldiselt aastast aastasse Silvano genereerib kasumit väga hästi. AS Baltika puhaskasumi üldse ei teeni mitu aastat ja P/E on negatiivne. Aprangal P/E ja P/B suhtarvud võrreldes teistega kõrged ja suhe puhaskasum müügitulusse halvem kui AS Silvanol.

AS Silvano Fashion Group

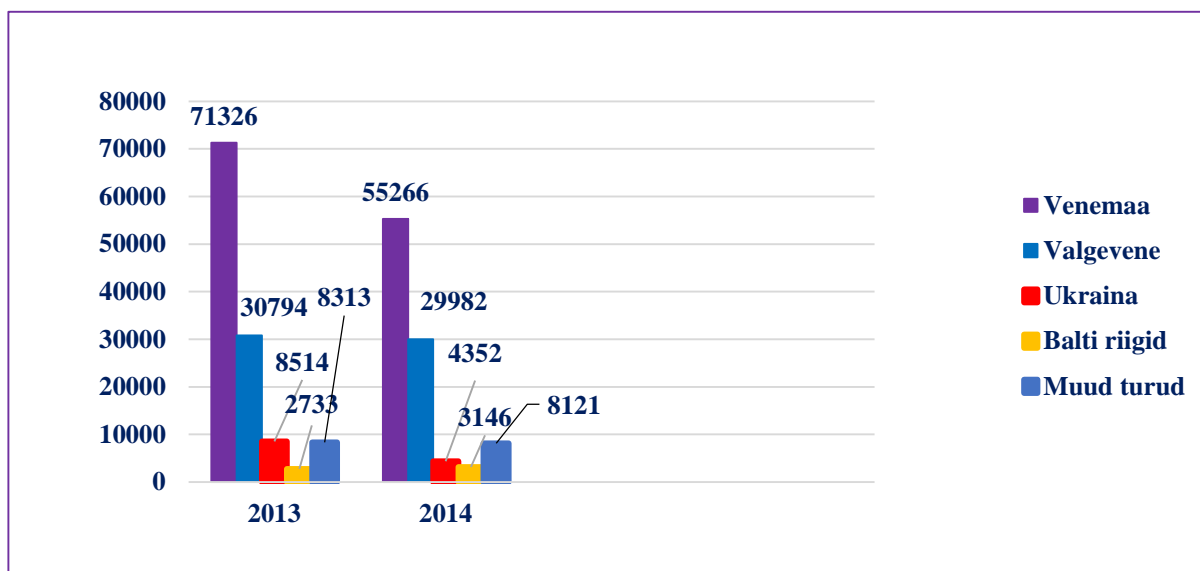
Ettevõtte tegevusala on naistepesu tootmine ja müük. Ta on registreeritud aastal 1996. ja noteeritud

põhinimekirjas börsil Nasdaq Tallinn. Noteeringud teistel börsidel: Varssavi Börs.

AS Silvano Fashion Group on naistepesu disainimise, tootmise ja turustamisega tegelev rahvusvaheline kontsern. Kontserni tegevusalad hõlmavad „Milavitsa“ ja „Lauma Lingerie“ jaemüügikette, mis müüvad “Milavitsa”, “Alisee”, “Hidalgo”, “Lauma Lingerie”, “Laumelle” ja mõningaid teisi brände Venemaal, Valgevenes, Ukrainas, Baltikumis ja teistes riikides.

Kontserni tooteid turustatakse ka läbi hulгимüügikanalite. Kontserni tootmisvõimsus koosneb Minskis (Valgevenes) asuvast Milavitsa pesuvabrikust ja Liepajas (Lätis) asuvast Lauma Lingerie pesuvabrikust. Mitmed kontserni enda ja sisseostetud tootmisvahendid erinevates riikides ning kontserni enda jaemüügivõrk lisavad kontserni äritegevusele mitmekülgust ja paindlikkust.

Ettevõtte oma praegusel kujul loodi 2006. a oktoobris PTA Grupp AS-i ja AS-i Silvano Fashion Group ühinemise tulemusena



Joonis 5. AS Silvano käive turgude lõikes (tuhandetes eurodes).

Allikas: autori koostatud.

Kontsern müüb oma toodangut läbi hulгимüügikanalite, enda jaemüügikaupluste ja frantsiisipartnerite. 31. märtsi 2011. a seisuga opereerisid kontsern ja selle frantsiisipartnerid kokku 415 Milavitsa ja Lauma Lingerie kaubamärki kandvat kauplust – 52 kauplust opereeris kontsern ja ülejäänuid frantsiisipartnerid. Ettevõtte jaemüügifookus on kaldunud frantsiisi edendamisele ja toetamisele koostöös olemasolevate ja uute partneritega ning oma jäevõrgu arendamisega koduturgudel. (<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=et>)

Ettevõtte finantsandmete analüüs

Bilansimaht on vähenenud aastast 2014. võrreldes eelmise aastaga 12,1% ja selle väärtus on

67 339 tuhat eurot, see on rohkem kui aastal 2010, aga vähem kui ülejäänud kolm aastat.

Raha ja panga konto väärtus aastaga on vähenenud 30,6% võrra. Aastas 2014 – 13308 tuhat eurot, 2013 – 19165 tuhat eurot, 2010 – 21468 tuhat eurot. Siiski raha ja panga konto osakaal kogu bilansimahust aastaga vähenenud aastaga ainult 5,2, enne on olnud 25% ja aastal 2014 – 19,8%.

Nõuded ja ettemaksud aastaga vähenenud 34,5 % ja kogu varadest nende osatähtsus on olnud 2014. aastal –10,7%. Nõudete osatähtsus varades viieaasta jooksul on olnud 16,5%. Tundub, et ettevõtte poliitika tarbijate suhtes karmistatud. Nõuete ja ettemaksete väärtus on olnud aastal 2014 –7 235 tuhat eurot ja viie aasta keskmine on olnud 11 669 tuhat eurot.

Varude bilansiline väärtus on olnud aastal 2014 –26 462 tuhat eurot ja aastaga on ta kasvanud 6,4%. Varude osakaal bilansimahust on kasvanud aastaga 6,8 % ja kui enne seda on olnud 32,5% bilansimahust, siis aastal 2014. selle osakaal juba 39,3%. Varude osatähtsus viie aasta jooksul mitte kunagi ei olnud nii suur.

Käibevara kokku viimase aasta jooksul on vähenenud 14,7% võrra, osatähtsus bilansimahus on 69,8% ja viieaasta keskmine on 73,5%. Seega ettevõtte likviidsus on endiselt kõrge.

Materiaalne põhivara arvuliselt vähenes ühe aastaga 9,1%. Viie aasta jooksul materiaalne põhivara on kasvanud 44% võrra. Aastas 2014. materiaalse põhivara väärtus on olnud 16 510 tuhat eurot osatähtsusega 24,5% bilansimahus.

Põhivara kokku on olnud 20 334 tuhat eurot ja osakaaluga 30,2% kogu varadest. Põhivara osa bilansis ei ole suur ja see on seotud ettevõtte ärimudeliga – naistepesu disainimine, tootmine ja müük läbi hulgimüügikanalite, enda jaemüügikaupluste ja frantsiisipartnerite.

Emaettevõtte aktsiatele kuuluv omakapital aastal 2014. on väärtusega 46 753 tuhat eurot ja see on 69,4% kogu bilansimahust. Nelja viimase aasta jooksul omanikud aktiivselt ostnud oma aktsiaid tagasi ja sellel moel, nagu autor arvab, püüavad hoida aktsia hinda kõrgel tasemel ja näidata oma arvamust, et nende aktsia on allahinnatud.

Jaotamata kasum aastal 2014. on olnud väärtusega 26 915 tuhat eurot ja tema osatähtsus on 40% bilansimahus. Viie aastaga ta on kasvanud 92,6% võrra.

Aktsiakapital on aastaga vähenenud 1% võrra, viie aasta jooksul on ta vähenenud rohkem kui 2 korda. Aastas 2014. aktsiakapitali väärtus on olnud 11 700 tuhat eurot ja aastal 2010. – 25 313 tuhat eurot. Aktsiakapitali osatähtsus bilansis viie aasta jooksul vähenenud 38,9 protsendist kuni 17,4%-ni.

Konverteerimiserinevused on seotud valuuta kursise muutumisega, aastast 2014. see on olnud –5 649 tuhat eurot, ja aasta enne –1215, seega nad kasvavad 4,7 korda, nende osatähtsus 8,4% bilansimahus. Viie aasta keskmine osatähtsus bilansimahus on 5,2%. Kõige suuremad konverteerimiserinevused on olnud aastast 2010 väärtusega –11 588 ja osakaaluga 17,8 %. Ettevõtte töötab Venemaal, Valgevenes, Ukrainas, Baltikumis ja valuutakursi suured kõikumised on suur risk.

Omakapital kokku on 54 018 tuhat eurot ja 80,2% bilansimahust, aastaga see on vähenenud 14,1% võrra.

Võlad tarnijatele on 9 703 tuhat eurot aastast 2014. osakaaluga 14,4% bilansimahust ja see on 10,5% vähem kui eelmisel 2013. aastal ja nende osatähtsus säilinud samal tasemel viie aasta jooksul.

Maksuvõlad on kasvavad 268,5 % võrreldes aastaga 2013 ja 2014 aasta lõpus on olnud väärtusega 3 335 tuhat eurot, osakaaluga 5% vs 905 tuhat eurot aastast 2013 ja osakaaluga 1,2% bilansimahust.

Lühiajalised kohustused kokku on kasvavad 10,3% ja nende osatähtsus kasvavad 4% võrreldes aastaga 2013. kuni 19,4% bilansimahust, aga puhver on päris suur, sest käibevara ületab lühiajalisi kohustusi 3,6 korda.

Pikaajalised kohustused on 0,4% osakaaluga bilansimahust ja nende mõju ei ole suur.

Majandustulemused

Müügitulu on olnud 100 868 tuhat eurot aastast 2014. ja see on kukkunud ühe aastaga 21% võrra, samal tasemel ta on olnud aastast 2011.

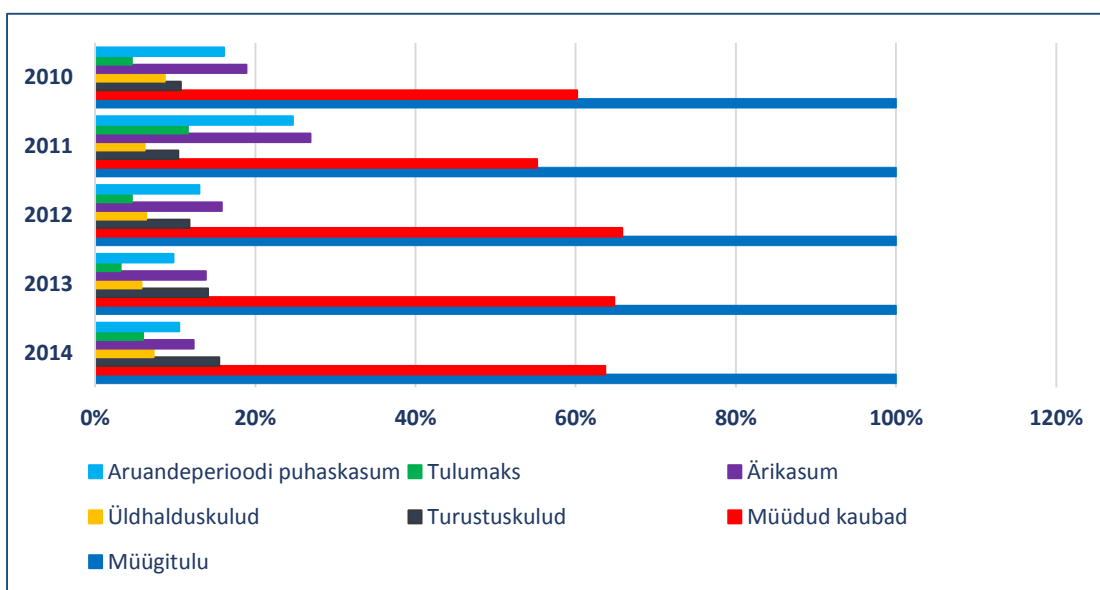
Müüdnud kaupade, kasutatud materjalide väärtus on vähenenud ühe aastaga 22,7% võrra ja nende väärtus on olnud 64 246 tuhat eurot.

Turustuskulud vähenenud aastaga ainult 9,8% ja nende väärtus aastast 2014. on olnud

15 661 tuhat eurot vs 17 200 aastast 2013.

Üldhalduskulud seevastu kasvavad 4,2% võrreldes eelmise aastaga, nende osakaal ka kasvavad 1,5% ja nad on osatähtsusega 7,3% ja väärtusega 7 403 tuhat eurot aastast 2014.

Muud ärikulud on vähenenud viimase aastaga 35,1% võrra, aga nende osakaal vähenenud ainult 0,2%. ja nende väärtus aastast 2014. on olnud 1 636 tuhat eurot.



Joonis 6. AS Silvano Fashion Group kasumiaruande kirjete osatähtsus viie aasta jooksul

Allikas: autori koostatud

Ärikasum aastast 2014. on kukkunud 36% ,aga tema osakaal on vähenenud ainult 1,5% ja praegu see on 12,3% väärtusega 12 377 tuhat eurot. Ärikasum nelja aasta jooksul on ainult vähenenud ja ta on isegi 42,7% vähem kui aastast 2010. 2011. vs 2014. vahe on 2,3 korda.

Kasum enne tulumaksustamist tänu finantstuludele ja tuludele valutakursi muutusest on suurem kui äritulu 11,3% võrra, aastaga ta on kukkunud 27,7 % võrra ja tema väärtus aastast 2014. on olnud 13 774 tuhat eurot.

Tulumaksu on makstud 56,4% rohkem kui aastast 2013 – 6 091 tuhat eurot vs 3 894 tuhat eurot.

Aruandeperioodi puhaskasum aastast 2014. on olnud 10 584 tuhat eurot osakaaluga 10,5%, ta on vähenenud võrreldes eelmise aastaga 12,1%, aga tema osakaal on suurenenud 0,7%, sest müügitulu on olnud ka vähem.

Aruandeperioodi koondkasum on olnud 5 527 tuhat eurot, see on 88,8% vähem kui aastast 2013., sest aruandeperioodi muu koondkasum ehk koondkahjum on olnud –5057 tuhat eurot, mis on suurem eelmise aasta koondkahjumiga võrreldes 5,3 korda. Nelja aasta jooksul koondkasum kogu aeg vähenes ja isegi võrreldes aastaga 2010. ta on 2.8 korda vähem, võrreldes aastaga 2011. ta on 4,7 korda vähem.

Puhaskasum tava aktsia kohta on olnud viie aasta jooksul järgmine:

2014 – 0.23 eurot, 2013 – 0.28 eurot, 2012 – 0.36 eurot, 2011 – 0.55 eurot, 2010 – 0.31 eurot.

Järeldused:

1. likviidsus vähenenud (käibevara kokku viimase aasta jooksul on vähenenud 14,7% võrra, osatähtsus bilansimahus on 69,8% ja viieaasta keskmine on 73,5% ja lühiajalised kohustused kokku on kasvanud 10,3% ja nende osatähtsus kasvanud 4% võrreldes aastaga 2013. kuni 19,4% bilansimahust, aga ettevõtte likviidsus on endiselt kõrge, sest käibevara ületab lühiajalisi kohustusi 3,6 korda);
2. efektiivsus on vähenenud (ärikasum nelja aasta jooksul ainult vähenenud, müügitulu vähenenud ühe aastaga 21%, turustuskulud vähenenud aastaga ainult 9,8%, üldhalduskulud seevastu kasvanud 4,2% võrreldes eelmise aastaga, koondkasum on 88,8% vähem kui aastal 2013,);
3. finantsstabiilsus endiselt hea;
4. ettevõtte on konkurentsivõimeline ärimudel;
5. aasta 2014. on olnud AS Silvano jaoks viie aasta halvim;

AS Silvano Fashion Group`i suhtarvud.

Tabel 3. AS Silvano Fashion Group-i suhtarvud aastad 2010 –2014

Suhtarvud	AS Silvano Fashion Group					
	2014	2013	2012	2011	2010	keskmine
EPS (€)	0.23	0.28	0.36	0.55	0.31	0.35
P/E	5.0	9.6	7.6	5.6	8.8	7.3
Dividendimäär	8.5%	11.2%	3.6%	8.2%	1.8%	6.7
Dividendi/puhaskasum	43%	107%	28%	45%	16%	47.8
Lihtaktsia bilansiline väärtus (€)	1.4	1.6	1.6	1.3	1.3	1.4
P/S	0.46	0.86	0.87	1.16	1.16	0.9
P/BV	0.9	1.7	1.8	2.3	2	1.7
ROA	14.7%	15.6%	22.3%	38.3%	25.2%	23.2%
ROI	17.2%	22.1%	27.1%	42%	30%	27.7%
ROE	18.1%	19.1%	28.3%	48.7%	32.4%	29%
ROIC	22.9%	27%	32%	53%	33%	33.6%

Allikas: autori koostatud.

EPS 2014. aastal on kõige madalam viie aasta jooksul. P/E on 5,0 ja kukkunud peaaegu 2 korda võrreldes eelmise aastaga, kus ta oli 9,6. Dividendimäär on 8,5%, see on vähem, kui aasta enne 11,2%, aga suurem kui viie aasta keskmine 6,7%. Dividendi ja puhaskasum suhe 43% eelmise aastaga võrreldes 107% on vähenenud rohkem, kui 2 korda ja vähem viie aasta keskmisest 47,8%. Lihtaktsia bilansiline väärtus on 1.40€ – sama väärtusega, kui viie aasta keskmine. P/S (aktsia

turuhinna ja müügitulu aktsia kohta suhe) ja P/BV (aktsia turuhinna ja firma raamatupidamis väärtus) 2014.a.on olnud kõige soodsamad viie aasta jooksul investorite jaoks.

Koguvara rentaablus, ehk ROA on 14,7%, see on vähem, kui 2013. aastal – 15,6% ja kukkunud 8,5% võrreldes viie aasta keskmisega. Vara tasuvus, ehk ROI on vähem 4,9% võrra, kui aasta varem ja vähenenud 10,5% võrreldes viie aasta keskmisega. Omakapitali tootlus ROE on 1% võrra vähem, kui aasta varem ja 10,9% vähem viie aasta keskmisest. Ettevõttesse investeeritud kapitali rentaablus on vähem 4,1% võrra, kui eelmises aastas ja 10,7% võrra vähem viie aasta keskmisest.

Peaaegu kõik suhtarvud on halvem, kui aasta enne ja viieaasta keskmisest. P/E, P/BV ja P/S on muutunud investorite jaoks atraktiivsemaks, aga üldine pilt on negatiivne.

Tuleb öelda, et vaatamata suure kukkumisele, sellised suhtarvud, nagu ROA, ROI, ROE ja ROIC on endiselt kõrged võrreldes konkurentidega.

Juhtkonna hindamine.

Juhatus: Jarek Särgava, Aleksei Kadõrko

Janek Särgava on olnud mitmetes (20) firmades juhatuse liige ja nendest pool on lõpetanud oma tegevust, Janek Särgava on olnud likvideerijaks.

Nõukogu: Toomas Tool (esimees), Risto Mägi, Mart Mutso, Ants Susi.

Toomas Tool on aastast 2010. süüdi mõistetud turumanipulatsioonis või aktsia hinna kunstliku mõjutamises. Risto Mägi on kriminaalkorras karistatud suures koguses narkootikumide omamises.

AS Silvano Fashion Group pika aja jooksul on olnud edukas ettevõtte ja juhitud päris hästi vaatamata skandaalidele, mis on seotud mõnede juhtidega.

Aga viimasel ajal tuleb välja, et olukord on pingeline juhtkonna ja edasimüüjate vahel. Äripäev on kirjutanud, et osad edasimüüjad Venemaal on koostöö Eesti börsifirmaga katkestanud.

Põhjuseks on Silvano nõudmine muuta edasimüüjatega sõlmitud lepingute tingimusi. Avaliku pöördumise tegijad süüdistavad konfliktis Toomas Tooli, kes vallandas Milavitsa juhtkonna ja pani üht Valgevene tuntumaid kergetööstusettevõtet juhtima oma usaldusisikuid, kellel ei ole Venemaa turul müügikogemust. (<http://www.aripaev.ee/uudised/2014/05/04/partnerid-massavad>) AS Silvano juhtkond on olnud napisõnaline ja eriti informatsiooni ei jaganud öeldes, et kõik on korras. Numbrid näitavad, et kontserni 2015. 9 kuu finantsnäitajad drastiliselt halvenenud võrreldes eelmise aastaga.

Konkurentsikeskkond

Hulgimüügi osas konkurentideks mitte ainult kaubamärkide tootjad, vaid ka *private label* tootjad Aasiast. AS Silvano Fashion Group eelised konkurentide ees – konservatiivne bilanss, tugev rahavood, iga-aastased dividendid, aktsiate tagasi ostmine, soodne hinnatase, brändid on sihtturgudel tuntud ja populaarsed, ettevõttel puuduvad laenukohustused, suured turud, kus ta tegutseb. Tal on tugev turustusvõrk kokku 682 kauplustega, millest 66 kauplust ettevõtte opereerib ise. Frantsiisipartnerite võrgustik katab enam kui 20 riiki. Teised konkurendid ei suuda seda tulemust saavutada lähemas tulevikus.

AS Silvano Fashion Group tegutseb kõrge riskitasemega riikides (Venemaal, Valgevenes, Ukrainas ja Baltikumis). Lõvi osa nende tuludest tuleb Venemaalt, järgmine suuruselt turg on Valgevene, siis tuleb Ukraina ja peale seda Balti riigid ja teised riigid.

3.2. Benjamin Graham'i meetodika rakendamine

Graham on välja töötanud kriteeriumid eduka investeerimise jaoks: [3:69]

- 1) osta aktsia vähem kui 2/3 eest selle aktsiapuhasväärtusest;
- 2) osta aktsia, millel on hinna-kasumi suhtarv on madal;
- 3) kasum aktsia kohta (*EPS – Earnings Per Share*) peab viimase kümne aasta jooksul olema kasvanud aastas keskmiselt vähemalt 7%;

Tabel 4. AS Kaubamaja aktsia turuväärtus, bilansiline väärtus, nende suhe ja P/E suhtarv

	2014	2013	2012	2011	2010
EPS	0.50	0.43	0.51	0.53	0.41
Lihtaktsia bilansiline väärtus (€)	4.3	4.1	3.6	3.4	3.2
Lihtaktsia turuväärtus (€)	5.1	5.3	5.48	4.81	6.21
Turuväärtuse ja bilansilise väärtuse suhe %	119%	129%	152%&	141%	194%
P/E	10.2	12.2	10.7	9.1	15.2

Allikas: autori koostatud

AS Tallinna Kaubamaja Grupp omakapital / kohustused suhtarv on 1.03, seega ta võlgneb vähem kui ise väärt, aktsia turuhind aasta lõpus on olnud 2014.a. 1,2 korda kõrgem, kui tema bilansiline väärtus, viie aasta keskmine aktsia turuhind aasta lõpus on olnud 1.5 korda kõrgem, kui keskmine

bilansiline aktsia väärtus. P/E suhtarv 2014 a. – 10.2 ja viie aasta keskmine P/E suhtarv – 11.5

Tabel 5. AS Silvano aktsia turuväärtus, bilansiline väärtus, nende suhe ja P/E suhtarv

	2014	2013	2013	2011	2010
EPS	0.23	0.28	0.36	0.55	0.31
Lihtaktsia bilansiline väärtus (€)	1.4	1.6	1.6	1.3	1.3
Lihtaktsia turuväärtus (€)	1.18	2.67	2.74	3.05	2.73
Turuväärtuse ja bilansilise väärtuse suhe %	84%	167%	171%	235%	210%
P/E	5.0	9.6	7.6	5.6	8.8

Allikas: autori koostatud

AS Silvano Fashion Group omakapital / kohustused suhtarv on olnud 1.13 –ta võlgneb vähem kui ise väärt, aktsia turuhind aasta lõpus 2014.a. 0.9 korda vähem, kui tema bilansiline väärtus, viie aasta keskmine aktsia turuhind aasta lõpus on olnud 1.9 korda kõrgem, kui viie aasta keskmine bilansiline aktsia väärtus. P/E suhtarv 2014 a. – 5 ja viie aasta keskmine P/E suhtarv – 7,3

Numbrid näitavad, et Graham`i järgi turuhinnad on liiga kõrged võrreldes bilansilise väärtustega ja ei olnud viie aasta jooksul kunagi 67% aktsia puhasväärtusest. P/E suhtarv on Silvanol madalam ja Kaubamajal kõrgem, aga eriti viimasel aastal see peegeldab investorite ootused ja ettevõtete tuleviku perspektiivid. Majanduslik olukord turgudel, kus AS Silvano töötab, väga pingeline ja võib veelgi halveneda , valuutakursid (Venemaa, Valgevene ja Ukraina omad) EUR ja USD suhtes ja tarbijate nõudlus võivad tulevikus veelgi langeda. Mõlema ettevõtte iga-aastane EPS ka ei kasva 7% aastas. Graham`i jaoks need ettevõtted ei ole atraktiivsed investeeringud.

3.3. Warren Buffett`i metoodika rakendamine

Berkshire Hathaway aastaaruandes Buffett toob välja kriteeriumid, millest ta lähtub investeeringu otsuse langetamisel.

Äritegevust puudutavad tõekspidamised

1. Ettevõtte väärtus on 5 - 20 miljardit dollarit. Erandjuhtudel huvitavad teda ka väksemad ettevõtted, kui nende kasum enne maksustamist peab olema siiski üle 50 miljoni dollari. [13:255]

AS Kaubamaja väärtus aastas 2014. on olnud 207 720 tuhat eurot ja kasum enne tulumaksustamist –22 489 tuhat eurot ja AS Silvano väärtus aastas 2014. on olnud 46 020 tuhat eurot ja kasum enne

tulumaksustamist – 13 774 tuhat eurot.

2. Pakutav ettevõtte peab olema pikemat aega toonud kasumit. [13:255]

AS Kaubamaja on maksnud dividende aastast 1998. ja on toonud kasumit selle

aja jooksul ja AS Silvano alates aastast 2010 iga aasta on maksnud dividende ja toonud kasumit.

3. Ettevõtte omakapitali tootlus peab olema kõrge, ilma et kasumlikkus oleks tagant tõugatud olulise laenuvõtmise arvel. [13:255]

$ROE = \text{puhaskasum/keskmise omakapital (või perioodi alguse omakapital)} \times 100 \% \quad (10)$

Viie aasta keskmine (2010-2014) AS Tallinna Kaubamaja Grupp ROE on olnud 13.4%

2014. aastal AS Tallinna Kaubamaja Grupp ROE on olnud 12%

1) $ROE = 20\,295/170\,809 \times 100\% = 12\%$, kus on:

puhaskasum – 20 295 tuhat eurot;

keskmise omakapital – 170 809 tuhat eurot;

Viie aasta keskmine (2010-2014) AS Silvano Fashion Group ROE on olnud 29%

2014. aastal AS Silvano Fashion Group ROE on olnud 18.1%

2) $ROE = 10\,584/58\,437 \times 100\% = 18.1\%$, kus on:

puhaskasum – 10 584 tuhat eurot;

keskmise omakapital – 58 437 tuhat eurot;

Omakapitali tootlus aastal 2014. ja viie aastane omakapitali tootlus kõrgem on olnud ettevõttel

AS Silvano Fashion Group, viieaasta omakapitali tootlus – lausa 2 korda kõrgem.

4. Ettevõttel hea juhtkond ning Buffett soovib, et see jätkaks. [13:255]

Mõlemal ettevõttel on hea juhtkond. Ettevõtted on edukad ja hästi juhitud.

AS Tallinna Kaubamaja Grupil on Eesti suurim kaubanduskontsern ja ta on kolmel korral – aastatel 2006, 2012 ja 2013 – pärjatud Eesti Konkurentsivõimelisima jaekaubandusettevõtte tiitliga.

AS Silvano Fashion Group ettevõttel on tugev turustusvõrk kokku 682 frantsiisipartnerite ja oma kauplustega, mis katab enam kui 20 riiki.

5. Ettevõttel on kergesti mõistetav ja jätkusuutlik äriidee. [13:255]

AS Kaubamaja tegevusaladeks on jae- ja hulgikaubandus ning renditegevus.

AS Silvano tegevusala on naistepesu tootmine ja müük.

Mõlema ettevõtete äriideed on mõistetavad ja jätkusuutlikud.

6. Kontaktivõtja esitab kindla müügipakkumise koos piisavalt suure osa aktsiate hulgaga. [13:255]

Tallinna börsil ei ole alati kättesaadavad suured hulgad aktsiaid.

Buffet soovib mitte ostma ettevõtteid, kellel on ees seisavad rasked muudatused ja kes on probleemsed isegi, kui nad on odava hinnaga. Samuti arvab et, kui ettevõtte on suutnud hästi teenida sama toodega või teenusega palju aastaid, siis ta suudab seda teha ka tulevikus.

Investeerida tuleb pikaajaliselt turuliidrite aktsiasse. [13:255]

AS Tallinna Kaubamaja Grupp on turuliider.

AS Silvano Fashion Group`il ka hea positsioon Vene ja Valgevene turul, aga nende turud on probleemsed turud, kus võib võita palju, aga ka kaotada palju.

Juhtimist puudutavad tõekspidamised

1 Kas juhtimine on ratsionaalne? [5:89]

Tundub, et AS Tallinna Kaubamaja Grupil on jalatsikaubandusega probleemid (iga-aastased kahjumid), mis on alanud juba aastast 2008, kui nad on ostnud ABC King AS ja Suurtüki NK OÜ ning nende Läti tütarettevõtted ABC King SIA ja Suurtüki SIA .

2 Kas juhtkond oma aktsionäridega avameelne? [5:89]

AS Silvanol on olnud probleemid juhtkonna ja edasimüüjate vahel ja Toomas Tool vallandas Milavitsa juhtkonna, aga AS Silvano juhtkond on olnud napisõnaline ja eriti informatsiooni ei jaganud öeldes, et kõik on korras.

3 Kas juhtkond seisab vastu institutsionaalsele imperatiivile? [5:89]

Baffett kirjutab, et enamik juhte ei suuda kontrollida oma tegevusiha. Selline hüperaktiivsus leiab

sageli väljundi äriettevõtete ülevõtmises.

Autori arvates AS Tallinna Kaubamajal tööpõld liiga lai ja jalatsikaubandus on 7 aastat järjest kahjumitega töötab. Kunagi neil on olnud avatud Kaubamaja Soomes, on töötanud suurte kahjumidega ja sellest ettevõtte on vabanenud väga kiiresti.

Raha puudutavad tõekspidamised.

1 Keskenduge tulule omakapitalilt, mitte kasumile aktsia kohta. [5:89]

2014. aastal AS Kaubamaja ROE on olnud 12% ja AS Silvano ROE on olnud 18.1%

2 Arvutage omanikutulu. Buffet keskendub viie aasta keskmistele tulemustele ja ei võta liiga tõsiselt iga-aastased tulemusi. [5:89]

Omanikutulu moodustub dividendidest ja aktsia väärtuse kasvust.

Tabel 6. AS Tallinna Kaubamaja Grupp aktsia turuväärtus, dividend aktsia kohta

eurodes	2014	2013	2012	2011	2010
Ühe aktsia turuväärtus	5.1	5.3	5.5	4.8	6.2
Dividend aktsia kohta	0.4	0.15	0.35	0.35	0.28

Allikas: autori koostatud

Ostetud AS Kaubamaja 1 aktsia 05.01.2010 börsihinnaga 3.80 eurot, mis on olnud keskmine hind.

2014.a. lõpus aktsia omaniku nominaaltulu:

1) omanikutulu aktsia turuväärtuse kasvust = $5.10 - 3.80 = 1.30$ eurot

2) omanikutulu dividendidest = $0.4 + 0.15 + 0.35 + 0.35 + 0.28 = 1.53$ eurot

3) omanikutulu kokku = $1.30 + 1.53 = 2.83$ eurot

4) omanikutulu protsentides ostuhinnast = $2.83 / 3.80 \times 100\% = 74.5\%$

Tabel 7. AS Silvano Fashion Group aktsia turuväärtus, dividend aktsia kohta

eurodes	2014	2013	2012	2011	2010
Ühe aktsia turuväärtus	1.18	2.67	2.74	3.05	2.73
Dividend aktsia kohta	0.1	0.30	0.10	0.25	0.05

Allikas: autori koostatud.

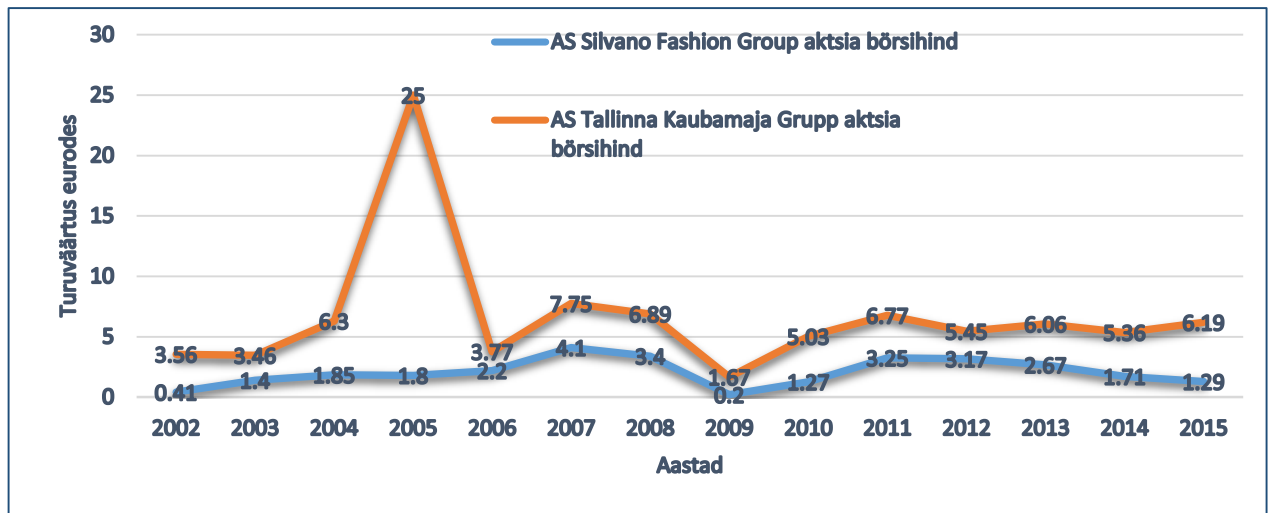
Ostetud AS Silvano 1 aktsia 05.01.2010 börsihinnaga 1.25 eurot, mis on olnud keskmine hind.

2014.a. lõpus aktsia omaniku nominaaltulu:

- 1) omanikutulu aktsia turuväärtuse kasvust = $1.18 - 1.25 = -0.07$ eurot
- 2) omanikutulu dividendidest = $0.1 + 0.30 + 0.10 + 0.25 + 0.05 = 0.80$ eurot
- 3) omanikutulu kokku = $-0.07 + 0.80 = 0.73$ eurot
- 4) omanikutulu protsentides ostuhinnast = $0.73 / 1.25 \times 100\% = 58.4\%$

AS Silvano Fashion Group omanikutulu suurem kui AS Tallinna Kaubamaja Grupi

omanikutulu = $58.4\% - 56.6\% = 1.8\%$



Joonis 7. Aktsia börsihinnad aastad 2002 –2015. AS Kaubamaja vs AS Silvano eurodes.

Allikas: autori koostatud

AS Silvano Fashion Group aktsia nominaalväärtus on 0.30 eurot ja AS Tallinna Kaubamaja Grupp nominaalväärtus on 0.40 eurot.

- 3 Hoolitsege selle eest, et iga säilitatud dollari kohta oleks ettevõtte loonud vähemalt ühe dollari ulatuses turuväärtust. [5:89]

Buffet keskendub viie aasta keskmisele tulemustele ja ei võta liiga tõsiselt iga-aastased tulemusi. Ta ütleb, et üks hea ettevõtte peaks suutma tagada hea omakapitali tootluse ilma võlakapitali abita ja et ettevõttesse, mille omakapitali tootlus sõltub võetud võlgadest, tuleb suhtuma kahtlusega. [5:103]

Buffet keskendub viie aasta keskmisele tulemustele ja ei võta liiga tõsiselt iga-aastased tulemusi.

Buffet leiab, et suured ettevõtted on viletsad investeeringud juhul, juhul kui juhtkond ei pööra müügitulu kasumiks. Selleks et kasumit saavutada, on vaja kõik kulud hoida kontrolli all.

Headel juhtidel on alati personali suurus optimaalne ja „nad ründavad kulusid nii siis, kui kasum on rekordiline, kui siis, mil see on surve all.“ [5:106]

Tabel 8. Iga säilinud euro kohta lisandunud turuväärtuse arvestamine

	AS Kaubamaja	AS Silvano
Turuväärtus 31.12.2010. mln eurodes	252.93	108.13
Jaotamata kasum 31.12.2010. mln eurodes	47.495	13.978
Turuväärtus 31.12.2014. mln eurodes	207.72	46.02
Jaotamata kasum 31.12.2014. mln eurodes	88.031	26.915
Väärtuse vähenemine perioodil	17.80%	57%
Perioodil jaotamata jäetud kasum mln eurodes	40.536	12.937
Perioodil lisandunud turuväärtus	-45.21	-62.11
Perioodil lisandunud turuväärtus ühe jaotamata jäetud euro kohta	-1.12	-4.80

Allikas: autori koostatud

Perioodi lisandunud turuväärtus ühe jäetud euro kohta AS Kaubamajal -1.12€ ja AS Silvanol -4.80€ .

Turgu puudutavad tõekspidamised

Milline on ettevõtte väärtus?

Kas ettevõtet on võimalik osta selle väärtusest oluliselt madalama hinna eest?

Hinna paneb paika börs ja analüütik on see, kes väärtuse määrab kindlaks. Kui ettevõtte hind odavam väärtusest ühe aktsia kohta, siis ratsionaalne investor ostab. Juhul, kui hind on väärtusest kõrgem, siis ost jääb tegemata.

Ettevõtte väärtus on selle tegutsemisaja vältel oodatav rahakäive, mida on diskonteeritud sobiva intressimääraga. Ettevõtte rahakäive on ettevõtte omanikutulu. Buffett rakendab enda valitud diskontomäära. Tema kasutatav määr on USA valitsuse pikaajalise võlakirja oma. Juhul, kui ettevõtte äritegevus on lihtne ja mõistetav ja seda juhitud jätkuva kasumlikusega, siis Buffett määrab kindlaks tulevast rahakäivet üsna täpselt, aga kui ettevõtte äritegevus ei ole arusaadav ja ta ei suuda seda hinnata õigesti, siis ta ei püüa seda teha. [5:109]

Buffett`i hinnang Washington Post Company sisemisele väärtustusele.

Buffett on otnud 1973. aastal Washington Post Company 467 150 aktsiat keskmise hinnaga 22,75 dollarit, kokku 10 628 000 dollari eest, vähem kui poole eest selle sisemisest väärtusest. Sel ajal ettevõtte turuväärtus on olnud 80 miljonit USA dollarit, ent Buffett väidab, firma sisemine väärtus

on olnud 400–500 miljonit dollarit.

„Kui alustame omanikutulu kalkuleerimisest, et puhastulu (13.3 miljonit) pluss materiaalse ja immateriaalse põhivara amortisatsioon (3.7 miljonit) miinus kapitalikulutused (6.6 miljonit) annab aasta omanikutuluks 10.4 miljonit dollarit. Kui jagame selle tulu USA valitsuse pikaajalise võlakirja tootlusega (6.81 protsenti), siis jõuab Washington Post Company väärtus 150 miljonini. Buffett ütleb meile, et aja jooksul võrdsustavad ajalehe kulutused kapitalile amortisatsioonikuludega, seetõttu peaks kogutulu olema ligilähedaselt omanikutuluga sarnane. Seda teades võime puhastulu lihtsalt jagada riskivaba määraga ning jõuame hindamisväärtuseni 196 miljonit dollarit. Kui siinkohal pidama jääme, siis on eeldus, et omanikutulu kasv võrdsustub inflatsiooni tõusuga.“ [5:119]

„Ajalehted saavad hindu tõsta inflatsioonist kõrgemale ja Buffett teadis, et Washington Postil on olnud võimalik oma hindu 3% võrra tõsta. Sellisel juhul on ettevõtte väärtus juba umbes 350 miljonit dollarit. Buffett teadis, et kompanii 10% maksueelne marginaal oli allpool oma 15% senist keskmist marginaali ja ta teadis ka, et Katharine Graham arvates suudaks Post uuesti sellised marginaalid saavutada. Kui maksueelsed marginaalid tõuseksid 15%-ni, suureneks kompanii nüüdisväärtus 135 miljoni dollari võrra, mis tähendaks, et kogu sisemine väärtus oleks 485 miljonit dollarit.“ [5:120]

Riskivaba tulumäär kasutatud ettevõtte tegeliku väärtuse leidmisel.

Kuna Eesti riik ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirjade emissioone, siis käesolevas töös riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta tulusus, millele lisatakse Eesti riigiriski preemia. Saksamaa võlakirjad on sobilikud seetõttu, et tegemist on eurosooni ühe suurema riigiga ja on 10-aastased võlakirjad oma iseloomult aktsiaga palju sarnasemad kui aastase tähtajaga võlakirjad.

Saksamaa 10-aastase võlakirjade viimase viie aasta keskmine (2010-2014) tootlus 1,69%, Eesti riigi riskipreemia on olnud jaanuaris 2015. 0,89% ja kokku nad on 2,58%

β kordajad jaanuaris 2015: jaemüük (General) – 1,03; jaemüük (Grocery and Food) β – 1,05; jaemüük (Online) β – 1,4; jaemüük (Special Lines) β – 1,07, jaemüük (Automotive) β – 1,18; jaemüük (Distributors) – 1,12.

AS Kaubamaja β kordaja erinevused: 68% (Grocery and Food) β 1,05; 20% (Special Lines) β –1,07; 12% (Automotive) β – 1,18.

AS Kaubamaja üldine β kordaja = $(68 \times 1,05 + 20 \times 1,07 + 12 \times 1,18) / 100\% = 1,07$

AS Silvano β kordaja erinevused: 21,5% (Special Lines) β – 1,07; 78,5% (Distributors) – 1,12.

AS Silvano üldine β kordaja = $(78,5 \times 1,12 + 21,5 \times 1,07) / 100\% = 1,1$

Andmete allikad on: [1; 2; 4; 19].

AS Kaubamaja hindamiseks on võetud Eesti riskivaba tulumäära, mille arvutamisel võetakse aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta (2010-2014) tulusus ja millele lisatakse Eesti aasta 2015. jaanuari riigiriski preemia ja see on diskonteeritud β kordajaga 1,07

Eesti riskivaba tulumäär diskonteeritud β kordajaga = $2,58 \times 1,07 = 2,76\%$

AS Silvano jaoks on leida õiget riskivaba tulumäära hästi keeruline, autor ei pea õigeks võtta Eesti riigi riskivaba tulumäära, sest ettevõtte müügitulu 2014. aastal koosneb:

Venemaa müügitulu on olnud 54,8%; Valgevene müügitulu on 29,7%; Ukraina müügitulu on 4,3%; Balti riikide müügitulu on 3,1%; teiste riikide müügitulu on 8,1%.

Selleks, et leida üldist riskivaba tulumäära, võetud proportsionaalselt müügituludele riikide riskivaba tulumäärad. Balti riikide riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta (2010 – 2014) tulusus 1,69%, millele lisatakse keskmine 1,36% (Eesti riigi 2015. jaanuari riskivaba preemia 0,89 pluss Leedu riigi 2015. jaanuari riskivaba preemia 1,57% pluss Läti riigi 2015. jaanuari riskivaba preemia 1,61% jagatud kolmega) ja kokku nad on 3,05%. Teistest riikidest on Kazahstan, Moldova. Kazahstanil võlakirjad puuduvad ja riiki riskivaba preemia on olnud jaanuaris 2015 – 4,16, Moldoval selles tabelis puudub, autor annab talle 10,0% (suurem kui Venemaal, aga vähem kui Ukrainal). Venemaa 10-aastase võlakirjade viimase viie aasta (2010-2014) keskmine tootlus 8,35. Ukraina ja Valgevene riigid ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirjade emissioone, Ukraina riigi riskipreemia jaanuaris 2015 on olnud 15,74, Valgevene riigi riskipreemia andmed tabelis puuduvad ja autor annab talle samasuguse reitingu, nagu on Venemaal, sest Valgevene majandus on sõltuvusest Venemaa majandusest ja Venemaa nende tähtsaim turg.

1. Teiste riikide üldine riskivaba preemia = $(40\% \times 4,16 + 20\% \times 10 + 60\% \times 1,44) / 100 = 4,53\%$;
2. Riikide üldine riskivaba preemia = $(54,8\% \times 8,35 + 29,7\% \times 8,35 + 4,3\% \times 15,74 + 3,1\% \times 3,05 + 8,1\% \times 4,53) / 100 = 8,19\%$.
3. AS Silvano jaoks riskivaba tulumäär diskonteeritud β kordajaga = $8,19\% \times 1,1 = 9\%$

Stsenaarium 1.

Autor arvab, et nii AS Silvanolt, kui ka AS Kaubamajalt ei saa oodata, et nad suudavad tõsta hindu inflatsioonist kõrgemale, sest konkurents väga tihe, selle pärast sisemise väärtuse leidmisel omanikutulu diskonteeritakse ainult riskivaba tulumääraga.

Esimese stsenaariumi järgi iga-aastane omanikutulu kasvab 5% aastas 10 aasta jooksul. Eesti Statistikaamet kirjutab, et Eesti majandus kasvab tulevikus 3–4% aastas ja jaemüük tavaliselt kasvab kiiremini ja stsenaarium on konservatiivne.

AS Silvano Fashion Group-i aastas 2014. omanikutulu on olnud 9.1 miljonit eurot, omanikutulu diskonteeritakse riskivaba tulumääraga 9% ja AS Tallinna Kaubamaja Grupi 2014. omanikutulu – 20.3 miljonit eurot, omanikutulu diskonteeritakse riskivaba tulumääraga 2,76%

Tabel 9. Omanikutulu kasvab 5% aastas 10 aastat järjest, väärtused antud miljonites eurodes

Aastad	AS Silvano		AS Kaubamaja	
	Omanikukasum	Nüüdisväärtus	Omanikukasum	Nüüdisväärtus
0. aasta	9.1	0	20.3	0
1. aasta	9.6	9.14	21.3	20.40
2. aasta	10.0	9.19	22.4	20.49
3. aasta	10.5	9.23	23.5	20.59
4. aasta	11.1	9.28	24.7	20.69
5. aasta	11.6	9.32	25.9	20.79
6. aasta	12.2	9.36	27.2	20.89
7. aasta	12.8	9.41	28.6	20.99
8. aasta	13.4	9.45	30.0	21.09
9. aasta	14.1	9.50	31.5	21.19
10. aasta	14.8	9.55	33.1	21.29
	Summa	93.43	Summa	208.42
	Terminaalväärtus	164.7	Terminaalväärtus	1198.1
	Kokku	258.13	Kokku	1406.52

Allikas: autori koostatud

Terminaalväärtus = prognoosiperioodi viimase aasta rahavoog/riskivaba tulumäär (14)

1) Terminaalväärtus = $14.8/0,09 = 164.7$

2) Terminaalväärtus = $33.1/0,0276 = 1198.1$

AS Silvano tegelik väärtus on 258.13 miljonit eurot ja AS Kaubamaja tegelik väärtus on 1.41 miljardit eurot.

Stsenaarium 2.

Teises stsenaariumis oletakse, et omanikutulu jääb samal tasemel mõlema ettevõtte jaoks, nagu see on olnud aastast 2014 ja ei muutu. AS Silvano omanikutulu – 9.1 miljonit eurot

Tegelik väärtus = $9.1/0,09 = 101$. miljonit eurot

Diskonteerides omanikukasumit riskivaba tulumääraga ettevõtte tegelik väärtus on 101.1 miljonit eurot, ettevõtte turuväärtus on olnud aastast 2014. – 46.02 miljonit eurot.

AS Kaubamaja omanikutulu – 20.3 miljonit eurot

Tegelik väärtus = $20.3/0,0276 = 735.5$ miljonit eurot

Diskonteerides omanikukasumit riskivaba tulumääraga ettevõtte tegelik väärtus on 735.5 miljonit eurot, ettevõtte turuväärtus on olnud aastast 2014. – 207.72 miljonit eurot.

Stsenaarium 3.

Kolmanda stsenaariumi järgi omanikutulu kasvab sama tempoga, mis eelmised viis aastat (2010-2014), see on konservatiivne stsenaarium.

Tabel 10. AS Silvano Fashion Group ettevõtte omanikukasum viie aasta jooksul miljonites eurodes

	2014	2013	2012	2011	2010	Keskmine
Omanikukasum	9.1	10.1	14.2	21.5	12.2	13.6

Allikas: autori koostatud

AS Silvano Fashion Group ettevõtte tegelik väärtus võrdne keskmisele omanikutulule 13.6 miljonit eurot diskonteeritud riskivaba tulumääraga:

Tegelik väärtus = $13.6/0.09 = 151$ miljonit eurot

Tabel 11. AS Silvano Fashion Group ettevõtte omanikukasum viie aasta jooksul miljonites eurodes

	2014	2013	2012	2011	2010	Keskmine
Omanikukasum	20.3	17.5	20.9	21.5	16.7	19.4

Allikas: autori koostatud

AS Tallinna Kaubamaja Grupp tegelik väärtus võrdne viie aasta keskmisele omanikutulule 19,4 miljonit eurot, diskonteeritud riskivaba tulumääraga:

Tegelik väärtus = $19.4/0.0276 = 702.9$ miljonit eurot

Stsenaarium 4.

Tabel 12. Iga-aastane omanikutulu väheneb 5% aastas 10 aasta jooksul

Aastad	AS Silvano		AS Kaubamaja	
	Omanikukasum	Nüüdisväärtus	Omanikukasum	Nüüdisväärtus
0. aasta	9.1	0	20.3	0
1. aasta	8.7	8.29	19.3	18.50
2. aasta	8.3	7.56	18.4	16.86
3. aasta	7.9	6.89	17.5	15.37
4. aasta	7.5	6.28	16.7	14.01
5. aasta	7.1	5.72	15.9	12.76
6. aasta	6.8	5.21	15.1	11.63
7. aasta	6.5	4.75	14.4	10.60
8. aasta	6.2	4.33	13.7	9.66
9. aasta	5.9	3.95	13.1	8.81
10. aasta	5.6	3.60	12.5	8.03
	Summa	56.58	Summa	126.22
	Terminaalväärtus	62.1	Terminaalväärtus	451.5
	Kokku	118.68	Kokku	577.72

Allikas: autori koostatud

- 1) Terminaalväärtus = $5.6/0.09 = 62.1$
- 2) Terminaalväärtus = $12.5/0.0276 = 451.5$

AS Silvano tegelik väärtus on 118.7 miljonit eurot ja AS Kaubamaja tegelik väärtus 577.7 miljonit eurot. AS Silvano jaoks kõige negatiivsem on Stsenaarium 2, kus eeldatakse, et omanikutulu 10 aasta jooksul jääb samal tasemel aastaga 2014, siis ettevõtte tegelik väärtus on 101 miljonit eurot (turuväärtus–46 miljonit eurot) ja AS Kaubamaja jaoks Stsenaarium 4, kus iga-aastane omanikutulu väheneb 5% aastas 10 aasta jooksul. ettevõtte tegelik väärtus on 577.7 miljonit eurot, ettevõtte 2014.a. turuväärtus on 207.7 miljonit eurot. Kõige positiivsem AS Silvano ja AS Kaubamaja jaoks on Stsenaarium 1, kus omanikutulu kasvab 10 aastat järjest 5% ja AS Silvano tegelik väärtus 258 miljonit eurot ja AS Kaubamaja tegelik väärtus on 1.4 miljardit eurot. Mõlemad ettevõtted on tegelikult rohkem väärt, kui nende 2014. a. turuväärtus.

KOKKUVÕTE.

Selle diplomitöö eesmärk on olnud välja tuua tuntumaid fundamentaalanalüüsi teoreetikute Benjamin Graham'i ja Warren Buffett'i investeerimise meetodeid ja rakendada neid kahe Tallinna börsil noteeritud ettevõtete AS Silvano Fashion Group ja AS Tallinna Kaubamaja Grupp aktsiate investeerimiskõlblikkuse testimisel. Benjamin Graham'i kutsutakse väärtusinvesteerimise isaks ja Warren Buffett'ile kuulub investeerimise maailmarekord – keskmine aastatootlus 21,4% 42 aasta jooksul.

Selles töös on analüüsitud kõik aspektid seotud ettevõtete tegevusega: äritegevust puudutavad aspektid, juhtkonna puudutavad aspektid, ettevõtte rahandust puudutavad aspektid, juhtimist puudutavad aspektid ja turgu puudutavad aspektid.

Tuginedes ettevõtete viieaasta keskmistele suhtarvudele, tuleb tõdeda, et lõviosa kõikidest suhtarvudest AS Silvano Fashion Group'il on parem (sellised nagu P/E, dividendimäär, ROA, ROI, ROE, ROIC) kui aga AS Tallinna Kaubamaja omad, aga suhtarvud P/S ja dividendi/puhaskasumi suhe AS Tallinna Kaubamajal tulevase investori soodsamad.

AS Tallinna Kaubamaja Grupp on Eesti turuliider kaubanduses turuosaga umbes 10% ja aasta käibega 535 miljonit eurot, ettevõttel pikk ja rikas ajalugu alates 1960.a., ettevõtte areng on olnud stabiilne tänu Selveritele, mis kindlustavad rahavood ka raskel ajal, 13 aasta jooksul aktsia turuhind on kukkunud kõige madalamale tasemele kuni 1.67 euroni ja aktsia nominaalväärtus on 0,40 eurot, neli korda vähem kui kõige madalam turuhind 13 aasta jooksul, võrreldes AS Silvano Fashion Group'i aktsia kukkumisega samal aastal kuni 0.20 euroni, mis on olnud 33% vähem kui ettevõtte nominaal väärtus 0.30 eurot. Juhtkond on professionaalne ja usaldusväärne. AS Tallinna Kaubamaja Grupp pärjatud 2006, 2012, 2013, 2015. a. Konkurentsivõimelisima jaekaubandusettevõtte tiitliga.

AS Silvano Fashion Group eelised konkurentide ees – konservatiivne bilanss, tugev rahavood, iga-aastased dividendid, aktsiate tagasi ostmine, soodne hinnatase, brändid on sihtturgudel tuntud ja populaarsed, ettevõttel puuduvad laenukohustused, turud, kus ta tegutseb, on suured. Tal on tugev turustusvõrk kokku 682 kauplustega, millest 66 kauplust ettevõtte opereerib ise. Frantsiisipartnerite võrgustik katab enam kui 20 riiki.

Kuna AS Silvano Fashion Group tegutseb kõrge riskitasemega riikides (Venemaal, Valgevenes, Ukrainas jne) ja arenevate turgude valuutad on nõrgenenud euro suhtes, sellest tulenevalt kontsern seisab silmitsi suurte riskidega.

Selleks, et leida aktsia omanikutulu viie aasta 2010–2014 eest autor on loonud legendi.

Legendi alusel 05.01.2010 AS Silvano Fashion Group`i aktsiat turuhinnaga 1.25 eurot ja AS Tallinna Kaubamaja Grupi aktsiat turuhinnaga 3.80 eurot, siis AS Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia omanikutulu on 17% suurem kui AS Silvano Fashion Group aktsia omanikutulu.

2014.a. lõpus AS Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia omaniku nominaal tulu on olnud 2.83 eurot ja 75% aktsia ostuhinnas, mis koosnenud aktsia turuväärtuse kasvust 1.30 eurot ja dividendidest on 1.53 eurot

2014.a. lõpus AS Silvano Fashion Group aktsia omaniku nominaal tulu on olnud 0.73 eurot ja 58% aktsia ostuhinnast, mis koosnenud aktsia turuväärtuse vähenemisest –0.07 eurot ja dividendidena on 0.80 eurot

AS Silvano Fashion Group omanikutulu suurem kui AS Tallinna Kaubamajal 1,8% võrra.

Warren Buffett`i järgi on koostatud 4 stsenaariumit ettevõtte tegeliku väärtuse leidmiseks.

Ettevõtetel on erinevad ärikontseptsioonid: AS Tallinna Kaubamaja Grupi põhitegevus on jaemüük, mis toimub põhiliselt Eestis , AS Silvano Fashion Group`il on 78,5% kogu müügitulust tuleb hulгимүүгист ja Eesti turg annab umbes 1% kogu müügituludest. Tulenevalt äritegevuse segmentidest nendel on erinevad β kordajad ja tulenevalt sellest, et nende turud on erinevad, nende hindamiseks riskivaba tulumäärad ka erinevad.

AS Tallinna Kaubamaja Grupi hindamiseks on võetud Eesti riskivaba tulumäära ja AS Silvano Fashion Group`i riskivaba tulumäär arvestatud proportsionaalselt nende müügitulule erinevates riikides ja sõltub nende riikide riskivaba tulumääradest ja võlakirjade riskivaba tulumääradest. AS Silvano Fashion Group`i jaoks on leida õiget riskivaba tulumäära hästi keeruline, autor ei pea õigeaks võtta Eesti riigi riskivaba tulumäära, sest ettevõtte müügitulu aastast 2014. a. „näiteks, koosneb: Venemaa müügitulu on olnud 54,8%; Valgevene müügitulu on 29,7%; Ukraina müügitulu on 4,3%; Balti riikide müügitulu on 3,1%; teiste riikide müügitulu on 8.1%.

Vene vastased sanktsioonid ja Ukrainas toimunud on väga valusasti mõjutanud AS Silvano Fashion Group`i müügitulu ja kasumit 2014. aasta eest, eelmise aastaga võrreldes müügitulu on

kukkunud 17,1% võrra, aruandeperioodi omanikutulu vähenenud 16,9 %, ettevõtte turuväärtus on kukkunud 56%.

Eespool toodust tulenevalt AS Silvano jaoks kõige negatiivsem on Stsenarium 2, kus eeldatakse, et omanikutulu 10 aasta jooksul jääb samal tasemel aastaga 2014, siis ettevõtte tegelik väärtus on 101 miljonit eurot (turuväärtus–46 miljonit eurot) ja AS Kaubamaja jaoks Stsenarium 4, kus igaaastane omanikutulu väheneb 5% aastas 10 aasta jooksul. ettevõtte tegelik väärtus on 577.7 miljonit eurot, ettevõtte 2014.a. turuväärtus on 207.7 miljonit eurot. Kõige positiivsem AS Silvano ja AS Kaubamaja jaoks on Stsenarium 1, kus omanikutulu kasvab 10 aastat järjest 5% ja AS Silvano tegelik väärtus 258 miljonit eurot ja AS Kaubamaja tegelik väärtus on 1.4 miljardit eurot. Mõlemad ettevõtted on tegelikult rohkem väärt, kui nende 2014. a. turuväärtus.

Võttes arvesse kõik aspektid AS Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia on investeerimiskõlblikum kui AS Silvano Fashion Group`i oma ja sobib hästi investeerimisportfelli.

AS Silvano Fashion Group`i aktsia sobib ainult nendele investoritele, kelle riskitaluvus on suur.

Näiliselt võib tunduda, et praegune turuhind on soodne ja väiksem, kui tema bilansiline väärtus ja tuleb aktsiat osta, aga tuginedes ajaloole ja teades et turuhind võib olla isegi 67% bilansilisest väärtusest ja võttes arvesse poliitilised, valuuta-, maksu-, õigus-, turu-, hinna- ja teised riskid, võib ennustada, et aktsia turuhind võib kukkuda veel.

Tarbijate nõudlus võib väheneda, sest majandusolukord Venemaal, Ukrainas ja Valgevenes (kelle majandus on Venemaast sõltuvuses) võib veelgi halveneda. Ettevõttel aastas 2014. on olnud konflikt edasimüüjatega, mitte kõik nendest on olnud nõus sõlmida uued lepingud tingimustega, mis on nendele (nad ise nii arvavad) kahjulikud. Septembris 2015.a. AS Silvanol on olnud palgal 2029 töötajat, see 720 inimest vähem kui eelmisel aastal. Võrreldes septembriga 2014.a. septembris 2015.a. järgmised valuutad on odavnenud nendel turgudel, kus AS Silvano töötab: Vene rubla on kaotanud väärtuse 46%,Valgevene rubla kaotanud 33% ja Ukraina grivna on kaotanud 42% oma väärtusest ja need on nende peamised turud.

Ettevõtte püüab laiendada teistele turgudele, aga ennustada kui kiiresti neil õnnestub turustusvõrku kasvatada ja kas tooded võidavad populaarsust on raske. Isegi kui kõik läheb hästi, uusi turge vallutamine võtab aastaid.

VIIDATUD KIRJANDUS

1. Damodaran, A. (2015). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition
2. Russia 10 year bond yield. <http://www.investing.com/rates-bonds/russia-10-year-bond-yield-streaming-chart>
3. Graham B. (1973) The intelligent investor. Revised Edition. Warren E. Buffett (Preface, Introduction). Jason Zweig (New commentary). HarperCollins Publishers Inc. (2003) lp 24–46, 104–123, 142, 193.
4. Government Bonds Yields. (december 2015) <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>
5. Hagstrom R. (2014). Warren Buffetti edulugu. (Tõlkimine inglise keelest) 3rd Edition. Trükk:OÜ Print Best. Lp 68–70, 81–85, 89, 93–95, 103–109.
6. Investeerimistegevusega kaasnevad riskid. <http://www.seb.ee> (11.11.2015)
7. Kert E. (2007).Väärtpaberite fundamentaalne analüüs. <http://www.lhv.ee> (11.11.2015)
8. Koppel P., Kreek R., Tõnis Oja T. (2000). Raha kasvatamise raamat. [Tallinn]: Äripäeva Kirjastus, ([Tallinn]: Prisma Print)
9. Kuning, S., Tuusis, D. (1995). Väärtpaberite portfelli analüüs. Tartu Ülikool, majandus-teaduskond, rahanduse ja arvestuse instituut. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, (Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastuse trükikoda)
10. Lokk, V., Reiner, A. (1993). Sinust võib saada investeerija. (Tõlkimine inglise keelest). Tallinn: Valgus, (Viljandi: Kiir)
11. Nasdaq OMX Baltik koduleht (2015). <http://www.nasdaqomxbaltic.com> (17.11.2015)
12. Root, A. (1991). Väärtpaberite võlud ja ohud. AS Informare.Tallinn: [Informare].
13. Saario, S.(2009) Saario investeerimisraamat. Kuidas ma investeerin börsiaktisiasesse. (Juura kirjastus) lp 293–295.
14. Siegel, J. Stocks for the long run. (2014) Fifth edition. Trükk: OÜ Print Best. AS Ajakirjade Kirjastus 2014
15. Statistika ameti andmebaasid ja aastaraamatud. <http://www.stat.ee/> (08.11.2015)
16. AS Tallinna Kaubamaja ajalugu. <http://www.kaubamaja.ee/kaubamajast/ajalugu> (07.11.2015)

17. Zirnask, V. (1997). Kuidas börsil raha teha? Tallinn: BNS-i kirjastus, (Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda)
18. Zirnask, V. (2011). Finantsaubits: rahaasjade korraldamise käsiraamat. (Finantsinspeksioon; toimetaja Kristiina Ainelu; illustratsioonid: Tõnis Kenkmaa) Tallinn: NASDAQ OMX Tallinn, (Tallinn: Printon)
19. Zirnask, V. (2008) Väärtpaperite Teejuht (Eessõna: Kaidi Ruusalepp ; Kujundaja Raimo Reiman; Autorite Fotod: Egert Kamenik, Jarek Jõepera]Tallinn: Eesti Päevaleht, (Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda)
20. Corporate finance and valuation.(2015). <http://www.damodaran.com> (17.11.2015)
21. Value investing. https://en.wikipedia.org/wiki/Value_investing (17.11.2015)

LISAD

Lisa. 1. AS Kaubamaja kasumiaruanne Skeem 1. (horisontaalanalüüs) 2014–2013	54
Lisa. 2. AS Kaubamaja kasumiaruanne (horisontaalanalüüs) 2014 vs 2010–2014 keskm.	55
Lisa. 3. AS Kaubamaja kasumiaruanne Skeem 1. (vertikaalanalüüs) 2014–2013	56
Lisa. 4. AS Kaubamaja kasumiaruanne (vertikaalanalüüs) 2014 vs 2010-2014 keskm.....	57
Lisa. 5. AS Kaubamaja kasumiaruande kirjete suhe müügituludesse (2014–2010)	58
Lisa. 6. AS Kaubamaja vs AS Silvano bilanss (horisontaalanalüüs) 2014–2013	59
Lisa. 7. AS Kaubamaja vs AS Silvano bilanss (horisontaalanalüüs) 2014 vs 2010–2014	60
Lisa. 8. AS Kaubamaja vs AS Silvano bilanss (vertikaalanalüüs) 2014–2013	61
Lisa. 9. AS Kaubamaja vs AS Silvano bilanss (vertikaalanalüüs) 2014 vs 2010–2014 keskm....	62
Lisa. 10. AS Silvano kasumiaruanne Skeem 2. (31.12.2014–31.12.2010).....	63
Lisa. 11. AS Silvano kasumiaruanne (horisontaalanalüüs) 31.12.2014–31.12.2013.....	64
Lisa. 12. AS Silvano kasumiaruanne (vertikaalanalüüs) 31.12.2014–31.12.2013.....	65

*Lisa. 1. AS Tallinna Kaubamaja Grupp kasumiaruanne Skeem 1.
(horisontaalanaliis) 31.12.2014–31.12.2013*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes		Muut	
	2014	2013	Absoluut	Protsent
Müügitulu	535045	498721	36324	7.3
Muud äritulud	715	966	-251	-26.0
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teen	-402233	-372930	-29303	7.9
Mitmesugused tegevuskulud	-51510	-51365	-145	0.3
Tööjõukulud	-46493	-41571	-4922	11.8
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-10970	-10730	-240	2.2
Muud ärikulud	-767	-726	-41	5.6
Ärikasum	23787	22365	1422	6.4
Finantstulud	24	34	-10	-29.4
Finantskulud	-1494	-1322	-172	13.0
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	172	163	9	5.5
Kasum enne tulumaksustamist	22489	21237	1252	5.9
Tulumaks	-2194	-3773	1579	-41.8
Aruandeperioodi puhaskasum	20295	17464	2831	16.2
Maa ja ehitiste ümberhindlus	0	18650	-18650	-100.0
Konverteerimiserinevused	2	-250	252	-100.8
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	2	18400	-18398	-100.0
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	20297	35864	-15567	-43.4
Tava-ja lahustatud puhaskasum aktsia kohta	0.50	0.43	0.07	16.3

Allikas: autori koostatud

*Lisa. 2. AS Tallinna Kaubamaja Grupp kasumiaruanne Skeem 1.
(horisontaalanalüüs) 31.12.2014 võrdlus 31.12.2010–31.12.2014 keskmisega*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes		Muut	
	2014	keskmine	Absoluut	Protsent
Müügitulu	535045	470041	65004	13.8
Muud äritulud	715	723	-8	-1.1
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-402233	-349741	-52492	15.0
Mitmesugused tegevuskulud	-51510	-47662	-3848	8.1
Tööjõukulud	-46493	-38670	-7823	20.2
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-10970	-10718	-252	2.4
Muud ärikulud	-767	-605	-162	26.8
Ärikasum	23787	23369	418	1.8
Finantstulud	24	147	-123	-83.7
Finantskulud	-1494	-1674	180	-10.7
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	172	163	9	5.4
Kasum enne tulumaksustamist	22489	22005	484	2.2
Tulumaks	-2194	-2643	449	-17.0
Aruandeperioodi puhaskasum	20295	19363	932	4.8
Maa ja ehitiste ümberhindlus	0	5884	-5884	-100.0
Konverteerimiserinevused	2	58	-56	-96.6
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	2	5942	-5940	-100.0
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	20297	25305	-5008	-19.8

Allikas: autori koostatud

*Lisa. 3. AS Tallinna Kaubamaja Grupp kasumiaruanne Skeem 1.
(vertikaalanalüüs) 31.12.2014–31.12.2013*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes		K. aruande kirjete suhe müügituludesse (%)		
	2014	2013	2014	2013	Muut
Müügitulu	535045	498721	100.0	100.0	0
Muud äritulud	715	966	0.1	0.2	-0.1
Müüdnud kaubad, kasutatud materjalid ja te	-402233	-372930	-75.2	-74.8	-0.4
Mitmesugused tegevuskulud	-51510	-51365	-9.6	-10.3	0.7
Tööjõukulud	-46493	-41571	-8.7	-8.3	-0.4
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-10970	-10730	-2.1	-2.2	0.1
Muud ärikskulud	-767	-726	-0.1	-0.1	0
Ärikasum	23787	22365	4.4	4.5	-0.1
Finantstulud	24	34	0	0	0
Finantskulud	-1494	-1322	-0.3	-0.3	0
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	172	163	0	0	0
Kasum enne tulumaksustamist	22489	21237	4.2	4.3	-0.1
Tulumaks	-2194	-3773	-0.4	-0.8	0.4
Aruandeperioodi puhaskasum	20295	17464	3.8	3.5	0.3
Maa ja ehitiste ümberhindlus	0	18650	0	3.7	-3.7
Konverteerimiserinevused	2	-250	0	-0.1	0.1
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	2	18400	0	3.7	-3.7
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	20297	35864	3.8	7.2	-3.4

Allikas: autori koostatud

*Lisa. 4. AS Tallinna Kaubamaja Grupp kasumiaruanne Skeem 1.
(vertikaalanalüüs) 31.12.2014 võrdlus 31.12.2010–31.12.2014 keskmisega*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes		K. aruande kirjete suhe müügituludesse (%)			
	2014	keskmine	2014	Keskmine	Muut	
Müügitulu	535045	470041	100.0	100.0	0	
Muud äritulud	715	723	0.1	0.2	-0.1	
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-402233	-349741	-75.2	-74.4	-0.8	
Mitmesugused tegevuskulud	-51510	-47662	-9.6	-10.2	0.6	
Tööjõukulud	-46493	-38670	-8.7	-8.2	-0.5	
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-10970	-10718	-2.1	-2.3	0.2	
Muud ärikulud	-767	-605	-0.1	-0.1	0	
Ärikasum	23787	23369	4.4	5.0	-0.6	
Finantstulud	24	147	0	0	0	
Finantskulud	-1494	-1674	-0.3	-0.4	0.1	
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	172	163	0	0	0	
Kasum enne tulumaksustamist	22489	22005	4.2	4.7	-0.5	
Tulumaks	-2194	-2643	-0.4	-0.6	0.2	
Aruandeperioodi puhaskasum	20295	19363	3.8	4.1	0.0	
Maa ja ehitiste ümberhindlus	0	5884	0	1.3	-1.3	
Konverteerimiserinevused	2	58	0	0	0	
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	2	5942	0	1.3	-1.3	
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	20297	25305	3.8	5.4	-1.6	
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	18400	104	-4.6	0	-4.6	
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	35864	20974	-8.9	-6.0	-2.9	

Allikas: autori koostatud

Lisa. 5. AS Tallinna Kaubamaja Grupp kasumiaruanne Skeem 1. (kasumiaruande kirjete suhe müügituludesse protsentides viis aastat 2014–2010)

Kasumiaruande kirjed	Kasumiaruande kirjete suhe müügituludesse protsentides						
	2014	2013	2012	2011	2010	Keskmine	
Müügitulu	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
Muud äritulud	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja te	-75.2	-74.8	-74.2	-73.7	-73.9	-74.4	
Mitmesugused tegevuskulud	-9.6	-10.3	-10.1	-10.2	-10.6	-10.2	
Tööjõukulud	-8.7	-8.3	-7.8	-7.8	-8.4	-8.2	
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-2.1	-2.2	-2.5	-2.3	-2.5	-2.3	
Muud ärikulud	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	
Ärikasum	4.4	4.5	5.6	6.0	4.5	5.0	
Finantstulud	0	0	0	0.1	0.1	0	
Finantskulud	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	0	0	0	0	0	0	
Kasum enne tulumaksustamist	4.2	4.3	5.3	5.6	4.1	4.7	
Tulumaks	-0.4	-0.8	-0.8	-0.7	-0.1	-0.6	
Aruandeperioodi puhaskasum	3.8	3.5	4.5	4.9	4.0	4.1	
Maa ja ehitiste ümberhindlus	0	3.7	0	0	2.6	1.3	
Konverteerimiserinevused	0	-0.1	0	0.1	0	0.0	
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	0	3.7	0	0.1	2.6	1.3	
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	3.8	7.2	4.5	5.1	6.6	5.4	

Allikas: autori koostatud

Lisa. 6. AS Tallinna Kaubamaja Grupp vs AS Silvano Fashion Group bilanss (horisontaalanaliis) 31.12.2014–31.12.2013

VARAD	AS Silvano Fashion Group				AS Tallinna Kaubamaja Grupp			
	Tuhandetes eurodes		Muut		Tuhandetes eurodes		Muut	
	2014	2013	Absoluut	Protsent	2014	2013	Absoluut	Protsent
Käibevara								
Raha ja pangakontod	13308	19165	-5857	-30.6	24626	14766	9860	66.8
Nõuded ja ettemaksud	7235	11042	-3807	-34.5	17938	15991	1947	12.2
Varud	26462	24873	1589	6.4	56876	51937	4939	9.5
Käibevara kokku	47005	55080	-8075	-14.7	99440	82694	16746	20.3
Põhivara	0	0	0	0	0	0	0	0
Pikaajalised nõuded ja ettemaksud	241	0	241	0	338	313	25	8.0
Sidusettevõtjad	84	124	-40	-32.3	1778	1711	67	3.9
Müügiotel finantsvara	525	497	28	5.6	0	0	0	0
Edasilükkunud tulumaksuvara	649	460	189	41.1	0	0	0	0
Kinnisvarainvesteeringud	1638	1592	46	2.9	3035	3035	0	0
Materiaalne põhivara	16510	18157	-1647	-9.1	227914	229406	-1492	-0.7
Immateriaalne põhivara	687	719	-32	-4.5	10402	10636	-234	-2.2
Põhivara kokku	20334	21549	-1215	-5.6	243467	245101	-1634	-0.7
VARAD KOKKU	67339	76629	-9290	-12.1	342907	327795	15112	4.6
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0
Laenukohustused	0	79	-79	-100.0	0	0	0	0
Võlakohustused	9703	10837	-1134	-10.5	20405	14300	6105	42.7
Võlad ja ettemaksud	3335	905	2430	268.5	70317	67725	2592	3.8
Võlad Tarnijatele	0	0	0	0	0	0	0	0
Maksuvõlad	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused kokku	13038	11821	1217	10.3	90722	82025	8697	10.6
Pikaajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0
Võlakohustused	0	0	0	0	77663	77104	559	0.7
Pikaajalised eraldised ja ettemaksud	283	1953	-1670	-85.5	692	878	-186	-21.2
Pikaajalised kohustused kokku	283	1953	-1670	-85.5	78355	77982	373	0.5
KOHUSTUSED KOKKU	13321	13774	-453	-3.3	169077	160007	9070	5.7
Omakapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktsiakapital	11700	11820	-120	-1.0	16292	24438	-8146	-33.3
Ülekurss	13066	13822	-756	-5.5	0	0	0	0
Omaaktsiad	-585	-224	-361	161.2	0	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	1306	1306	0	0	2603	2603	0	0
Ümberhindluse reserv	0	0	0	0	67159	68617	-1458	-2.1
Konverteerimiserinevused	-5649	-1215	-4434	364.9	255	257	-2	-0.8
Jaotamata kasum	26915	26861	54	0.2	88031	72387	15644	21.6
Emaettevõtte akts. kuuluv omakapital	46753	52370	-5617	-10.7	0	0	0	0
Vähemosalus	7265	10485	-3220	-30.7	0	0	0	0
OMAKAPITAL KOKKU	54018	62855	-8837	-14.1	173830	167788	6042	3.6
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU	67339	76629	-9290	-12.1	342907	327795	15112	4.6

Allikas: autori koostatud

Lisa. 7. AS Tallinna Kaubamaja Grupp vs AS Silvano Fashion Group bilanss (horisontaalanaliis) 31.12.2014 võrdlus 31.12.2010–31.12.2014 keskmisega

VARAD	AS Silvano Fashion Group				AS Tallinna Kaubamaja Grupp			
	Tuhandetes eurodes		Muut		Tuhandetes eurodes		Muut	
	2014	5 a. Kesk.	Absoluut	Protsent	2014	5 a. Kesk.	Absoluut	Protsent
Käibevara								
Raha ja pangakontod	13308	17634	-4326	-24.5	24626	16144	8482	52.5
Nõuded ja ettemaksud	7235	11669	-4434	-38.0	17938	17171	767	4.5
Varud	26462	22655	3807	16.8	56876	39385	17491	44.4
Käibevara kokku	47005	51957	-4952	-9.5	99440	67847	31593	46.6
Põhivara	0	0	0	0	0	0	0	0
Pikaajalised nõuded ja ettemaksud	241	58	183	0	338	754	-416	-55.2
Sidusettevõtjad	84	121	-37	-30.6	1778	1634	144	8.8
Müügiotel finantsvara	525	462	63	13.6	0	0	0	0
Edasilükkunud tulumaksuvara	649	580	69	11.9	0	0	0	0
Kinnisvarainvesteeringud	1638	1515	123	8.1	3035	3392	-357	-11
Materiaalne põhivara	16510	15451	1059	6.9	227914	199106	28808	14.5
Immateriaalne põhivara	687	511	176	34.4	10402	10481	-79	-0.8
Põhivara kokku	20334	18718	1616	8.6	243467	215351	28116	13.1
VARAD KOKKU	67339	70675	-3336	-4.7	342907	296244	46663	15.8
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0
Laenukohustused	0	36	-36	-100.0	0	0	0	0
Võlakohustused	9703	10563	-860	-8.1	20405	16162	4243	26.3
Võlad ja ettemaksud	3335	2114	1221	57.8	70317	61621	8696	14.1
Võlad Tarnijatele	0	0	0	0	0	0	0	0
Maksuvõlad	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused kokku	13038	12713	325	2.6	90722	77784	12938	16.6
Pikaajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0
Võlakohustused	0	0	0	0	77663	66797	10866	16.3
Pikaajalised eraldised ja ettemaksud	283	1264	-981	-77.6	692	450	242	53.8
Pikaajalised kohustused kokku	283	1264	-981	-77.6	78355	67247	11108	16.5
KOHUSTUSED KOKKU	13321	13967	-646	-4.6	169077	145030	24047	16.6
Omakapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktsiakapital	11700	16079	-4379	-27.2	16292	23127	-6835	-29.6
Ülekurss	13066	13782	-716	-5.2	0	0	0	0
Omaaktsiad	-585	-290	-295	101.7	0	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	1306	946	360	38	2603	2603	0	0
Ümberhindluse reserv	0	0	0	0	67159	58472	8687	14.9
Konverteerimiserinevused	-5649	-3673	-1976	53.8	255	-46	301	-654.3
Jaotamata kasum	26915	20161	6754	33.5	88031	67262	20769	30.9
Emaettevõtte akts. kuuluv omakapital	46753	47005	-252	-0.5	0	0	0	0
Vähemosalus	7265	9693	-2428	-25.0	0	0	0	0
OMAKAPITAL KOKKU	54018	56698	-2680	-4.7	173830	151214	22616	15.0
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU	67339	70675	-3336	-4.7	342907	296244	46663	15.8

Allikas: autori koostatud

Lisa. 8. AS Tallinna Kaubamaja Grupp vs AS Silvano Fashion Group bilanss (vertikaalanalüüs) 31.12.2014–31.12.2013, bilansikirjete suhe bilansimahtu protsentides

VARAD	AS Silvano Fashion Group					AS Tallinna Kaubamaja Grupp				
	Tuhandetes eurodes		Bilansikirjete suhe bilansimahtu			Tuhandetes eurodes		Bilansikirjete suhe bilansimahtu		
	2014	2013	2014	2013	Muut	2014	2013	2014	2013	Muut
Käibevara										
Raha ja pangakontod	13308	19165	19.8	25.0	-5.2	24626	14766	7.2	4.5	2.7
Nõuded ja ettemaksud	7235	11042	10.7	14.4	-3.7	17938	15991	5.2	4.9	0.3
Varud	26462	24873	39.3	32.5	6.8	56876	51937	16.6	15.8	0.8
Käibevara kokku	47005	55080	69.8	71.9	-2.1	99440	82694	29.0	25.2	3.8
Põhivara	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pikaajalised nõuded ja kohustused	241	0	0.4	0	0.4	338	313	0.1	0.1	0
Sidusettevõtjad	84	124	0.1	0.2	-0.1	1778	1711	0.5	0.5	0
Müügioteel finantsvara	525	497	0.8	0.6	0.2	0	0	0	0	0
Edasilükkunud tulumaksud	649	460	1.0	0.6	0.4	0	0	0	0	0
Kinnisvarainvesteeringud	1638	1592	2.4	2.1	0.3	3035	3035	0.9	0.9	0
Materiaalne põhivara	16510	18157	24.5	23.7	0.8	227914	229406	66.5	70.0	-3.5
Immateriaalne põhivara	687	719	1.0	0.9	0.1	10402	10636	3.0	3.2	-0.2
Põhivara kokku	20334	21549	30.2	28.1	2.1	243467	245101	71.0	74.8	-3.8
VARAD KOKKU	67339	76629	100.0	100.0	0	342907	327795	100.0	100.0	0
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Laenukohustused	0	79	0	0.1	-0.1	0	0	0	0	0
Võlakohustused	9703	10837	14.4	14.1	0.3	20405	14300	6	4.4	1.6
Võlad ja ettemaksud	3335	905	5	1.2	3.8	70317	67725	20.5	20.7	-0.2
Võlad Tarnijatele	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Maksuvõlad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused	13038	11821	19.4	15.4	4.0	90722	82025	26.5	25.0	1.5
Pikaajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Võlakohustused	0	0	0	0	0	77663	77104	22.6	23.5	-0.9
Pikaajalised eraldised ja kohustused	283	1953	0.4	2.5	-2.1	692	878	0.2	0.3	-0.1
Pikaajalised kohustused	283	1953	0.4	2.5	-2.1	78355	77982	22.9	23.8	-0.9
KOHUSTUSED KOKKU	13321	13774	19.8	18.0	1.8	169077	160007	49.3	48.8	0.5
Omakapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktsiakapital	11700	11820	17.4	15.4	2.0	16292	24438	4.8	7.5	-2.7
Ülekurss	13066	13822	19.4	18.0	1.4	0	0	0	0	0
Omaaktsiad	-585	-224	-0.9	-0.3	-0.6	0	0	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	1306	1306	1.9	1.7	0.2	2603	2603	0.8	0.8	0
Ümberhindluse reserv	0	0	0	0	0	67159	68617	19.6	20.9	-1.3
Konverteerimiserinevus	-5649	-1215	-8.4	-1.6	-6.8	255	257	0.1	0.1	0.0
Jaotamata kasum	26915	26861	40.0	35.1	4.9	88031	72387	25.7	22.1	3.6
Emattevõtte akts. kuul	46753	52370	69.4	68.3	1.1	0	0	0	0	0
Vähemosalus	7265	10485	10.8	13.7	-2.9	0	0	0	0	0
OMAKAPITAL KOKKU	54018	62855	80.2	82.0	-1.8	173830	167788	50.7	51.2	-0.5
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU	67339	76629	100.0	100.0	0	342907	327795	100.0	100.0	0

Allikas: autori koostatud

Lisa. 9. AS Tallinna Kaubamaja Grupp vs AS Silvano Fashion Group bilanss (vertikaalanalüüs) 31.12.2014 võrdlus 2010–2014 keskmisega

VARAD	AS Silvano Fashion Group					AS Tallinna Kaubamaja Grupp				
	Tuhandetes eurodes		Bilansikirjete suhe bilansimahtu			Tuhandetes eurodes		Bilansikirjete suhe bilansimahtu		
	2014	5 a. Kesk.	2014	5 a. Kesk.	Muut	2014	5 a. Kesk.	2014	5 a. Kesk.	Muut
Käibevara										
Raha ja pangakontod	13308	17634	19.8	25.0	-5.2	24626	16114	7.2	5.4	1.8
Nõuded ja ettemaksud	7235	11669	10.7	16.5	-5.8	17938	17171	5.2	5.9	-0.7
Varud	26462	22655	39.3	32.1	7.2	56876	47608	16.6	16.0	0.6
Käibevara kokku	47005	51957	69.8	73.5	-3.7	99440	80893	29.0	27.3	1.7
Põhivara	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pikaajalised nõuded ja ettemaksud	241	58	0.4	0.1	0.3	338	754	0.1	0.3	-0.2
Sidusettevõtjad	84	121	0.1	0.2	-0.1	1778	1634	0.5	0.6	-0.1
Müügiootel finantsvara	525	462	0.8	0.7	0.1	0	0	0	0	0
Edasilükkunud tulumaksud	649	580	1.0	0.8	0.2	0	0	0	0	0
Kinnisvarainvesteeringud	1638	1515	2.4	2.1	0.3	3035	3392	0.9	1.2	-0.3
Materiaalne põhivara	16510	15471	24.5	21.9	2.6	227914	199106	66.5	67.1	-0.6
Immateriaalne põhivara	687	511	1.0	0.7	0.3	10402	10481	3.0	3.6	-0.6
Põhivara kokku	20334	18718	30.2	26.5	3.7	243467	245351	71.0	72.7	-1.7
VARAD KOKKU	67339	70675	100.0	100.0	0	342907	296244	100.0	100.0	0
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Laenukohustused	0	36	0	0.1	-0.1	0	0	0	0	0
Võlakohustused	9703	10563	14.4	14.9	-0.5	20405	16162	6.0	5.5	0.5
Võlad ja ettemaksud	3335	2114	5	3.0	2.0	70317	61621	20.5	20.8	-0.3
Võlad Tarnijatele	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Maksuvõlad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused	13038	12713	19.4	18.0	4.0	90722	77784	26.5	26.3	0.2
Pikaajalised kohustused	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Võlakohustused	0	0	0	0	0	77663	66797	22.6	22.5	0.1
Pikaajalised eraldised ja ettemaksud	283	1264	0.4	1.8	-1.4	692	450	0.2	0.1	0.1
Pikaajalised kohustused	283	1264	0.4	1.8	-1.4	78355	67247	22.9	22.7	0.2
KOHUSTUSED KOKKU	13321	13967	19.8	19.8	0	169077	145030	49.3	48.9	0.4
Omakapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktsiakapital	11700	16079	17.4	22.8	-5.4	16292	23127	4.8	8.0	-3.2
Ülekurss	13066	13782	19.4	19.5	-0.1	0	0	0	0	0
Omaaktsiad	-585	-290	-0.9	-0.4	-0.5	0	0	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	1306	946	1.9	1.3	0.6	2603	2603	0.8	0.9	-0.1
Ümberhindluse reserv	0	0	0	0	0	67159	58472	19.6	19.7	-0.1
Konverteerimiserinevus	-5649	-3673	-8.4	-5.2	-3.2	255	-46	0.1	0	0.1
Jaotamata kasum	26915	20161	40.0	28.5	11.5	88031	67262	25.7	22.5	3.2
Emettevõtte akts. kuul	46753	47005	69.4	66.5	2.9	0	0	0	0	0
Vähemosalus	7265	9693	10.8	13.7	-2.9	0	0	0	0	0
OMAKAPITAL KOKKU	54018	56698	80.2	80.2	0	173830	151214	50.7	51.1	-0.4
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU	67339	70675	100.0	100.0	0	342907	296244	100.0	100.0	0

Allikas: autori koostatud

*Lisa. 10. AS Silvano Fashion Group kasumiaruanne Skeem 2.
(31.12.2014–31.12.2010)*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes					keskmine
	2014	2013	2012	2011	2010	
Müügitulu	100868	121680	123519	103558	93292	108583
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-64246	-78815	-81280	-57200	-56132	-67535
Turustuskulud	-15661	-17200	-14533	-10796	-9986	-13635
Üldhalduskulud	-7403	-7106	-7902	-6416	-8146	-7395
Muud äritulud	455	495	1556	954	1145	921
Muud ärikulud	-1636	-2211	-1838	-2215	-2515	-2083
Ärikasum	12377	16843	19522	27885	17658	18857
Finantstulud	690	1015	585	794	929	803
Tulu/kulu valutakursi muutust.	703	-275	475	17536	805	3849
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	4	5	34	77	-36	17
Kasum enne tulumaksustamist	13774	17588	20616	46292	19356	23525
Tulumaks	-6091	-3894	-5682	-12017	-4292	-6395
Kasum/(kahjum)rahalist positsioonist.	2901	-1827	1159	-8646	0	-1283
Aruandeperioodi puhaskasum	10584	11867	16093	25629	15064	15847
Emaettevõtte aktsionäride kuuluv osa kasumist	9097	10946	14151	21501	12240	13587
Vähemosalusele kuuluv osa kasumist	1487	921	1942	4128	2824	2260
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	-5057	-1430	-73	249	504	-1161
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	5527	10437	16020	25878	15568	14686
Puhaskasum tava aktsia kohta	0.23	0.28	0.36	0.55	0.31	0.35

Allikas: autori koostatud

*Lisa. 11. AS Silvano Fashion Group kasumiaruanne Skeem 2.(horisontaalanalüüs)
31.12.2014–31.12.2013*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes		Muut	
	2014	2013	Absoluut	Protsent
Müügitulu	100868	121680	-20812	-17.1
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-64246	-78815	14569	-18.5
Turustuskulud	-15661	-17200	1539	-8.9
Üldhalduskulud	-7403	-7106	-297	4.2
Muud äritulud	455	495	-40	-8.1
Muud ärikulud	-1636	-2211	575	-26.0
Ärikasum	12377	16843	-4466	-26.5
Finantstulud	690	1015	-325	-32.0
Tulu/kulu valutakursi muutust.	703	-275	978	-355.6
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	4	5	-1	-20.0
Kasum enne tulumaksustamist	13774	17588	-3814	-21.7
Tulumaks	-6091	-3894	-2197	56.4
Kasum/(kahjum)rahalist positsioonist.	2901	-1827	4728	-258.8
Aruandeperioodi puhaskasum	10584	11867	-1283	-10.8
Emaettevõtte aktsionäride kuuluv osa kasumist	9097	10946	-1849	-16.9
Vähemosalusele kuuluv osa kasumist	1487	921	566	61.5
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	-5057	-1430	-3627	253.6
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	5527	10437	-4910	-47.0
Puhaskasum tava aktsia kohta	0.23	0.28	-0.05	-17.9

Allikas: autori koostatud

*Lisa. 12. AS Silvano Fashion kasumiaruanne Skeem 2. (vertikaalanalüüs)
31.12.2014–31.12.2013*

Kasumiaruande kirjed	Tuhandetes eurodes		K.a. kirjete suhe müügituludesse %		
	2014	2013	2014	2013	Muut
Müügitulu	100868	121680	100	100	0
Müüdnud kaubad, kasutatud materjalid ja tee	-64246	-78815	-63.7	-64.8	1.1
Turustuskulud	-15661	-17200	-15.5	-14.1	-1.4
Üldhalduskulud	-7403	-7106	-7.3	-5.8	-1.5
Muud äritulud	455	495	0.5	0.4	0
Muud ärikulud	-1636	-2211	-1.6	-1.8	0.2
Ärikasum	12377	16843	12.3	13.8	-1.6
Finantstulud	690	1015	0.7	0.8	-0.2
Tulu/kulu valutkursi muutust.	703	-275	0.7	-0.2	0.9
Kasum sidusettevõtja aktsiatelt	4	5	0	0	0
Kasum enne tulumaksustamist	13774	17588	13.7	14.5	-0.8
Tulumaks	-6091	-3894	-6.0	-3.2	-2.8
Kasum/(kahjum)rahalist.netopositsion.	2901	-1827	2.9	-1.5	4.4
Aruandeperioodi puhaskasum	10584	11867	10.5	9.8	0.7
Emaettevõtte aktsionäride kuuluv osa kasum	9097	10946	9.0	9.0	0
Vähemosalusele kuuluv osa kasumist	1487	921	1.5	0.8	0.7
Aruandeperioodi muu koondkasum kokku	-5057	-1430	-5.0	-1.2	-3.8
ARUANDEPERIOODI KOONDKASUM	5527	10437	5.5	8.6	-3.1

Allikas: autori koostatud

SUMMARY

IMPLEMENTATION OF FUNDAMENTAL ANALYSIS IN TESTING THE INVESTABILITY OF THE SHARES OF TALLINNA KAUBAMAJA GRUPP AS AND SILVANO FASHION GROUP AS

Maia Mikiver

The thesis is written in Estonian.

The length of this thesis together with the title page, contents page and summary is 69 pages included 12 pages of extras and the number of words is 14373. The thesis includes 7 figures, 14 formulas and 12 tables. The list of works consulted contains 21 sources, what helped to write this work.

The following key words are used in this paper:

- Investment methods
- Value Investing
- Fundamental analysis
- Investability
- Undervalued companies
- Stock market
- Shareholders
- Market leader
- Annual dividends
- Sales return
- Profit

The goal of this thesis is to introduce and describe the most well-known investment methods by the theoreticians of the fundamental analysis Benjamin Graham and Warren Buffett and implement them by testing the investability of shares of two enterprises quoted at Tallinn stock market: AS Silvano Fashion Group and AS Tallinna Kaubamaja Grupp and establish on the basis of the testing

results, which of the shares is more investable.

The first chapter of this thesis is theoretical part. In this part the author observes and describes the essence of the fundamental analysis and Benjamin Graham's and Warren Buffett's investment methods. During the process of writing the final paper, the author has become familiar with the history, structure, financial reports and collected necessary data for the fundamental analysis of the enterprises AS Silvano Fashion Group and AS Tallinna Kaubamaja Grupp

The second chapter of this thesis is a practical part. In this part the author implemented the fundamental analysis and the investment methods suggested by Benjamin Graham and Warren Buffett in the testing of the investability of the shares of AS Tallinna Kaubamaja and AS Silvano Fashion Group.

Taking risks goes together with any investment option and the main risks connected with investing into shares are described in this thesis.

All aspects analysed in the final paper are connected with the activity of the enterprise concerning the business activity, the management board, the enterprise's finances, the management and the market.

Based on the companies average ratios within five years, it has to be admitted that the majority of ratios within the last five years are better for AS Silvano Fashion Group, however, the year 2014 was very difficult for the company. According to Buffett the added market value per each retained EURO of AS Kaubamaja was -1.12 EUR and -4.80 EUR for AS Silvano respectively. According to the legend, the author bought the shares of AS Kaubamaja and AS Silvano on 05.01.2010.

As of 31.12.2014, the author has received proprietary income for five years. The proprietary income of AS Silvano shares forms 58.4% of the purchase price and of AS Kaubamaja 56.6% respectively, which is 1.8% less than of AS Silvano's.

The advantages of AS Silvano Fashion Group in comparison with the competitors are as follows: conservative balance, solid cash flow, annual dividends, repurchase of shares, favourable price level, brands are well-known and popular at target markets, the enterprise has no interest rates from loan obligations, markets, where they operate, are really big. The company has a substantial marketing network with the total of 682 shops, in 66 of which the company operates itself. The network of franchise partners covers more than 20 countries.

As AS Silvano Fashion Group operates in the countries of high risk rate (Russia, Belarus, Ukraine, etc.) and the developing currencies have weakened in relation to the Euro, the company is facing major risks. Anti-Russia sanctions and the events in the Ukraine have had a very negative impact

of the sales return and profit of AS Silvano Fashion Group in 2014., as the sales return in comparison with the previous year dropped by 17.1%, the proprietary income in the reporting period is decreased by 16.9 %, and the market value of the enterprise 56% respectively.

The economic situation in Russia, the Ukraine and Belarus (which economy depends on Russia) may deteriorate even more. The enterprise tries to expand to new markets; however, it is difficult to predict how fast it takes to expand the marketing network and whether their products become popular. Even if everything goes well, conquering new markets takes years.

AS Tallinna Kaubamaja Grupp is the market leader in Estonia with the market share of 10% in trade, the enterprise has had a long and colourful history since 1960, the development of the enterprise has been stable thanks to Selver shops, which ensure cash flow even during the hardest times; within 13 years the lowest level to which the market value of the share has dropped is up to 1.67 EUR, the nominal value of the share is 0.40 EUR, which is four times less than the lowest market price within 13 years, in comparison with drop of the share value of AS Silvano Fashion Group in the same year down to 0.20 EUR, which has been 67% less of the nominal value of the share 0.30 EUR. AS Tallinna Kaubamaja Grupp has been awarded the title of the most competitive retail company in 2006, 2012, 2013, and 2015.

According to Warren Buffett, there are 4 scenarios for the establishment of the actual value of an enterprise. The most negative for AS Silvano is Scenario 2, which assumes that the proprietary income within ten years has to remain of the same level with the year 2014, and then the actual value of the enterprise is 101 million, and the market value 46 million EUR.

For AS Kaubamaja the most negative is Scenario 4, according to which the annual proprietary income decreases by 5% per year during 10 years, the actual value of the enterprise is 577.7 million EUR, the market value of the enterprise in 2014 is 207.7 million EUR.

The most positive for AS Silvano and AS Kaubamaja is Scenario 1, according to which the proprietary income during 10 consecutive years increases by 5% and AS Silvano's actual value is 258 million EUR and AS Kaubamaja's actual value is 1.4 billion EUR and the market value is 207.7 million EUR. The value of both enterprises is actually higher than their market value in 2014.

In conclusion:

Taking into account all aspects, the share of AS Tallinna Kaubamaja Grupp is more investable than the share of AS Silvano Fashion Group and suits well into the investment portfolio.

The share of AS Silvano Fashion Group suits investors, whose risk tolerance is high.

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

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

Autor:
(Maia Mikiver, 7. jaanuar. 2016)

Üliõpilaskood: 062144BDMR

Töö vastab kehtivatele nõuetele.

Juhendaja:
(MBA, Kristo Krumm, 7. jaanuar 2016)

Kaitsmisele lubatud: ”.....” 2016 TTÜ TK kaitsmiskomisjoni esimees:

.....
(nimi, allkiri)