

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Ärikorralduse instituut

Nelly Neiman

**EKSPRESS GRUPP AS FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE
HINDAMINE**

Lõputöö

Õppekava MAJANDUSARVESTUS JA ETTEVÕTLUSE JUHTIMINE, peeriala
majandusarvestus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Tallinn 2019

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 9468 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Nelly Neiman

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 172765BDMR

Üliõpilase e-posti aadress: neiman.nelly@gmail.com

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	6
1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE MEETODID	8
1.1. Meetodite sisu ning kasutamise põhjused.....	9
1.1.1. Väärtussuhtarvude meetod.....	11
1.1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	15
2. EKSPRESS GRUPP AS	20
2.1. Ekspress Grupp AS tegevusala ja ettevõtte tutvustus.....	20
2.2. Ekspress Grupp AS finants- ja turunäitajad	22
3. EKSPRESS GRUPP AS FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	26
3.1. Ekspress Grupp AS väärtuse hindamine väärtussuhtarvude meetodil	26
3.1.1. P/E suhtarvud.....	28
3.1.2. EV/EBIT ja EV/EBITDA suhtarvud	30
3.2. Ekspress Grupp AS väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	32
3.2.1. Vaba rahavoo prognoos	32
3.2.2. Kapitali hind	33
3.2.3. Terminaalväärtus	34
3.2.4. Ettevõtte väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs	35
3.3. Saadud tulemuste analüüs.....	36
KOKKUVÕTE	39
SUMMARY	41
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	43
LISAD	46
Lisa 1. Ekspress Grupp AS väärtipaberi informatsioon	46
Lisa 2. Ekspress Grupp AS ja Sanoma Oyj alusandmed suhtarvude arvutamiseks	47
Lisa 3. Eesti, Läti ja Leedu majanduskasvu prognoos 2018–2022	48

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö pealkiri on: Ekspress Grupp AS fundamentaalse väärtuse hindamine. Töö eesmärgiks on hinnata Ekspress Grupp AS fundamentaalset väärtust diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodil. Lõputöö tulemusena saadakse teada, kas AS Ekspress Grupp aktsia on ala- või ülehinnatud. Analüüsitava ettevõtte valikul lähtus töö autor sellest, et varasemalt kaitstud lõputöös ei ole töö autorile teadaolevalt Ekspress Grupp AS fundamentaalset väärtust hinnatud, samuti pole ka meediasektorit laiemalt käsitletud.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitatakse järgmised uurimisküsimused:

1. Selgitada välja börsiettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamise meetodid, meetodite iseärasused ja kasutamise põhjused ning võrrelda neid teiste meetoditega.
2. Tutvustada lähemalt valitud ettevõtet ning tema tegevusala ning selgitada välja meediasektoris tegutsevate ettevõtete väärtuse hindamise omapärad tuginedes avalikustatud teadusartiklitele.
3. Arvutada välja AS Ekspress Grupp fundamentaalne väärtus rakendades diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodit.
4. Võrrelda ja analüüsida saadud arvutuste tulemusi börsil kaubeldava hinnaga, konkurenti tulemustega ja tegevusala keskmisega Euroopas.

Lõputöö tulemusena leiti, et Ekspress Grupi aktsia on alahinnatud. Väärtussuhtarvude meetodi rakendamisel valis käesoleva lõputöö autor uuritava ettevõtte tegevusala silmas pidades välja enim sobivamad väärtuskordajad, milleks on P/E, relatiivne P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA suhtarvud. Võrreldavate väärtussuhtarvude meetodi rakendamise tulemusena leiti, et kontserni aktsia võib olla alahinnatud võrreldes saadud tulemusi tegevusala keskmisega Euroopas ning konkurendiga. Kokkuvõttes võib öelda, et tegevusala keskmisest oluliselt madalam kasumikordaja suhe on kindlaimaks indikaatoriks, mille alusel hinnata Ekspress Grupi aktsia alahinnatuks. Teisalt on madalam P/E suhe mõneti mõistetav, arvestades kontserni geograafilist paiknevust, kohaliku turu väiksust ning Balti aktsiate üldist vähest likviidsust. EV/EBIT ning EV/EBITDA analüüs tõi välja, et uuritava ettevõtte näitajad on üldjoontes rahuldavad, kuid 5-aastase võrdlusperioodi lõikes on väärtuskordajad jällegi tegevusala keskmisest mõnevõrra siiski madalamad.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil leiti Ekspress Grupi fundamentaalne väärtus diskonteerides ettevõtte vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, liites juurde rahavoogude terminaalkväärtuse. Terminaalkväärtuse leidmisel rakendati stabiilse kasvu mudelit. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamise tulemusena jõudis töö autor samuti järeldusele Ekspress Grupi aktsia alahinnatuse osas. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamise tulemusena selgus, et Ekspress Grupi aktsia õiglane väärtus jääb hinnanguliselt vahemikku 1,83-2,96 € aktsia kohta. See omakorda tähendab, et võrreldes praeguse hinnatasemega (27.12.2018 seisuga on aktsia hind börsil 1,05€) on uuritava ettevõtte aktsia alahinnatud ca 43-64%.

Lõputöö autor toob siinkohal välja põhjused, miks võib Ekspress Grupi aktsia olla sedavõrd alahinnatud. Üheks põhjuseks võib olla investorite üldine pessimism ettevõtte tulevikuperspektiivide osas. Kuigi suur osa Ekspress Grupi müügitulust tuleneb justnimelt trükiteenuste segmendist (2017. aastal ca 40%), pole trükiteenuste sektoris tegutsemise tänasel päeval enam kuigivõrd jätkusuutlik ning tegutsemine trükiteenuste valdkonnas näitab hoogsalt kahanemismärke. Kasvaks suunaks on *online* meedia ning sealt teenitav reklaamitulu, kuid samas pole suudetud ära realiseerida digimeedia täit potentsiaali tulude teenimisel peamiselt seetõttu, kuna tarbijaskonnas laiemalt pole veel sisse juurdunud harjumust tasuda digitaalse sisu eest. Samuti avalikustas Ekspress Grupp oma 2015. aasta auditeeritud majandusaasta aruandes uue tegevussuunana elamusturundusürituste korraldamise, kuid tänaseni pole tegevused nimetatud segmendis võtnud suuremat hoogu sisse ning tulud ürituste korraldamisest on jäänud pigem marginaalseks. Seega pole Ekspress Grupp suutnud teiste segmentide arvelt edukalt kompenseerida trükiteenuste turu hääbumist. Lisaks eelmainitud põhjustele peab töö autor oluliseks välja tuua ka ettevõtte kasumlikkuse üldise languse. 2018. aasta viimases kvartalis toimus järsk aktsiahinna langus vahetult pärast seda, kui ettevõtte avalikustas III kvartalis teenitud kahjumi. AS Ekspress Grupp on 2018. aastal suutnud kasvatada käivet, kuid on kokkuvõttes olnud vähem kasumlik. Kasumlikkuse langus on tingitud peamiselt sisendhindade kasvu ning keerulise konkurentsiolekorra tõttu. Autori hinnangul vastab lõputöö sisu püstitatud uurimisküsimustele ning saavutati töö eesmärk.

Võtmesõnad: fundamentaalanalüüs, fundamentaalse väärtuse hindamine, väärtussuhtarvude meetod, diskonteeritud rahavoogude meetod

SISSEJUHATUS

Investeeringisega vähem kursis olevate algajate investeeringuhuviliste seas levib tihti eksiarvamus, et investeeringuline kujutab endas pigem hasartset õnnemängu või müstifitseeritakse investeeringu põhitõdesid. Samuti on paljud algajad investorid arvamusel, et investeeringisega alustamiseks vajalik teadmistepagas on raskelt kogutav ning neil puudub piisavalt vabasid rahalisi vahendeid, mida investeerida. Tegelikult on võimalused investeeringuks laiad ning pea kõigile kättesaadavad, tuleb vaid selgeks teha mõned olulisemad põhitõed. Erinevate investeeringusüsteemide langetamisel, olgu otsuseks aktsiate või teiste finantsinstrumentide ost, müük või konkreetse hetkel väärtuspaberite portfelli säilitamine, on investoritel oluline teada potentsiaalse tehingu mõju. Aktsia, mis on kõige enam levinud väärtuspaber, sobib nii kauplejale kui ka investorile. Edukate investeeringusüsteemide tegemiseks peavad investorid seega võimalikult tõetruult suutma hinnata potentsiaalset tootlust ning tehtavate otsuste riskide ja tulu suhet.

Käesoleva lõputöö eesmärgiks on börsiettevõtte AS Ekspress Grupp fundamentaalse väärtuse hindamine. Valitud ettevõtte fundamentaalne väärtus leitakse kasutades kahte võimalikku hindamismeetodit, milleks on diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate väärtussuhtarvude meetod. Antud lõputöö arvutustes kasutatakse uuritava ettevõtte poolt avalikustatud ajalooliseid finantsandmeid kui ka töö autori poolt prognoositud näitajaid. Analüüsitava ettevõtte valikul lähtus töö autor sellest, et varasemalt kaitstud lõputöös ei ole töö autorile teadaolevalt konkreetse ettevõtte väärtust hinnatud, samuti pole ka meediasektorit laiemalt käsitletud.

Käesolev lõputöö koosneb kolmest peatükist. Lõputöö esimene peatükk on teoreetiline ning selles peatükis tutvustab töö autor lugejale põhilisi meetodeid börsiettevõtte väärtuse hindamisel, milleks on fundamentaal- ning tehniline analüüs. Lõputöö autor kirjeldab antud peatükis meetodite sisu ning toob välja meetodite kasutamise põhjused ning võrdleb nimetatud meetodeid omavahel. Kuna käesolev lõputöö keskendub eelkõige ettevõtte väärtuse hindamisele kasutades fundamentaalset analüüsi, on autor töö teoreetilises osas põhjalikumalt käsitletud diskonteeritud rahavoogude ning väärtussuhtarvude meetodi kasutamist ning arvutuspõhimõtteid. Lõputöö teises peatükis annab

autor ülevaate uuritavast ettevõttest ning tema tegevusvaldkonnast. Lõputöö viimases peatükis rakendatakse töö teoreetilises osas kirjeldatud hindamismeetodeid ning leitakse Ekspress Grupp AS-i õiglase väärtus. Töö lõpeb saadud tulemuste analüüsiga.

Lõputöö ei sisalda riigisaladust, ärisaladust, isikuandmete kaitse seaduse alusel saladuses hoitavat teavet, avaldamata materjale või muud salastatud infot, mistõttu pole lõputöö kinnine kaitsmine või piiratud ligipääs vajalik. Lõputöö on kirjutatud eesti keeles.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE MEETODID

Väärtpaberiturul on investoritel võimalik kaubelda erinevate väärtpaberitega, olgu nendeks ettevõtte aktsiad, fondiosakud, võlakirjad, optsioonid või derivatiivid. Erinevate investeerimis-instrumentidega kauplemisel tuleb investeerijatel kahtlemata teadvustada ning end kurssi viia, millises turusegmen-dis kaupleva hakatakse. (Investeerimise teejuht 2007, 58) Sellest järgmise sammuna tuleb investoritel põhjalikult uurida ettevõtet ning väärtpaberit. Eelmainitud meetmed aitavad oluliselt vähendada peamiseid kauplemisega kaasnevaid finantsriske. Üldjuhul on algajal investoril kõige riskivabam on investeerida börsiaktsiatesse (*Ibid.*, 58), kuna börsiettevõtte-d tegutsevad tugevalt reguleeritud keskkonnas. Aktsia on oma olemuselt on väärtpaber, mis tõendab ettevõtte omandiõigust – aktsia omamine annab aktsionärile mitmeid õigused: õigus osaleda aktsionäride üldkoosolekul, õigus osaleda kasumi jaotamisel ning saada dividende jpm seaduses ja ettevõtte põhikirjas sätestatud õigused (Alver, Alver 2017, 459).

Börsiaktsia nimiväärtus, mis on ehk kõige lihtsamini kättesaadav erinevatest allikatest (ettevõtte majandusaasta aruanne, avalik väärtpaberi informatsioon), tähistab aktsia väärtust ettevõtte asutamise hetkel. Aktsia nimiväärtus aga kahjuks ei anna edasi investoritele olulist infot selle aktsia tegeliku väärtuse kohta, kuna väärtpaberi väärtus kui selline on ajas muutuv, mistõttu peame aktsia väärtust hoidma ajakohasena (Väärtpaberite teejuht 2008, 15). Väärtpaberi väärtuse ajakohasena hoidmine tähendab teada aktsia turuväärtust. Aktsia turuväärtus on aktsia hind börsil. Kuigi aktsia turuhinna teadmine on oluline, jääb ainult turuhinna teadvustamisest väheks investeerimisotsuste langetamisel, mistõttu tuleb vastava väärtpaberi turuhind panna asja-kohasesse konteksti (*Ibid.*, 26). Peale selle peavad investorid suutma hinnata, kas ja kui palju vastava investeerimisobjekti turuväärtus erineb tema õiglasest väärtusest.

Seega tuleb investoril enne investeerimisotsuse langetamist teha korralik eeltöö väärtpaberi osas, mille vastu huvi tuntakse. Börsiettevõtete väärtpaberite analüüsimiseks kasutavad investorid kahte peamist hindamismeetodit, milleks on: väärtpaberite tehniline analüüs ning fundamentaalne analüüs või nende kombinatsioone (Investeerimise teejuht 2007, 172). Alljärgnevat es alapea-

tükkides kirjeldab töö autor eelmainitud meetodite sisu, tutvustab meetodite kasutamise põhjuseid, nende omavahelisi erinevusi ning ühtlasi ka kasutamise eeliseid teiste meetodite ees.

1.1.Meetodite sisu ning kasutamise põhjused

Tehnilise analüüsi kasutamise ajalugu ulatub mõnesaja aasta tagusesse Jaapanisse, kus sealsed kaupmehed riisi hinna muutumist jälgides leidsid hinnamuutustes teatud seaduspärasusi, mida nad suutsid edukalt kauplemisel ära kasutada. Tänapäevasele tehnilisele analüüsile pani aluse Charles Henry Dow (1851-1902 (Beattie 2018)), kelle peamised argumendid tehnilise analüüsi kohta olid (Investeeringimise teejuht 2007, 171-172):

- 1) aktsiahinnad kätkevad endas kogu turule kättesaadavat teavet;
- 2) aktsiate hinnaliikumised on süsteemsed ning jälgivad teatud trende;
- 3) tehnilise analüüsi puhul on olulisem see, mida teeb hind – hinnaliikumiste põhjused on siinkohal pigem ebaolulised.

Seega keskendub tehniline analüüs minevikus toimunud börsiaktsia hinnamuutuste jälgimisele, mille põhjal on võimalik ennustada tulevikus toimuvaid hinnamuutuseid. Tehniline analüüs võimaldab hinnata kõiki finantsvarasid läbi varade hinnaliikumise prognoosi (*Ibid.*, 172). Tehnilise analüüsi peamisteks sisenditeks on aktsia hind, aktsiate käive – ehk aktsiate arv, mis vahetas omanikku – ning analüüsitav periood. Eelmainitud kolme teguri kombineerimisel koostatakse trendigraafikud aktsiahinna osas. Graafikutelt otsitakse seaduspärasusi aktsiahinna liikumise trendide osas, mille abil jõutakse kauplemisotsusteni, kasutades muuhulgas ka erinevaid väärtpaberihinnast ja/või käibest tuletatud indikaatoreid. (*Ibid.*, 172-173)

Väärtpaberite tehnilise analüüsi eeliseks võrreldes fundamentaalse analüüsiga peetakse asjaolu, et antud meetod annab kõigile võrdsed võimalused. Fundamentaalse analüüsi edukaks kasutamiseks on investori valduses oleva informatsiooni hulk kriitilise tähtsusega, mis investorigi võib olulisel määral erineda. Tehnilise analüüsi puhul graafikuid hinnates on kõikidel investoritel sama palju teavet ning edukate kauplemisotuste tegemine sõltub pigem sellest, kui hästi suudetakse graafikuid lugeda. Võrreldes fundamentaalse analüüsiga tundub tehniline analüüs oma olemuselt algajale investeerijale esmapilgul lihtsam, kuid tihti peale see nii ei ole. Küll aga on tehnilist analüüsi rakendades suurem tõenäosus algajal investoril õnnestuda. (Investeeringimise teejuht 2007, 173)

Tehnilise analüüsi kõrval on teiseks põhiliseks investorite poolt kasutatavaks börsiaktiade hindamismeetodiks fundamentaalne analüüs. Fundamentaalne analüüs erineb tehnilisest selle poolest, et graafikute analüüsimise asemel hinnatakse fundamentaalse analüüsi käigus ettevõtet ise ning võrreldes tehnilise analüüsiga on fundamentaalse analüüsi puhul on oluline teada eeskätt ettevõtte majanduslikku olukorda ning tulevikuperspektiive (Investeerimise teejuht 2007, 159). Seega on investorite jaoks oluline olla pidevalt kursis ettevõtte käekäigu ning turusituatsiooniga. Investoritel, kes soovivad rakendada fundamentaalanalüüsi, tuleb teha enne meetodi kasutamist kaks põhimõttelist eeldust (*Ibid.*, 160):

- 1) on võimalik, et ettevõtte turuhind erineb õiglasest väärtusest, st ettevõtte võib olla kas alahinnatud või ülehinnatud;
- 2) pikaajalises vaates parandab turg oma „vea“ ning ettevõtte turuhind liigub õiglase väärtuse suunas.

Siit saame järeldada, et antud analüüsimeetodi peamiseks eesmärgiks on turul alahinnatud või ootuspärasest kiiremini kasvavate ettevõtete leidmine (*Ibid.*, 159). Antud hindamismeetodit peetakse paslikuks eelkõige pikaajalise investeerimisotsuste tegemiseks. Seega on fundamentaalanalüüsi peamiseks eesmärgiks leida ettevõtte õiglane väärtus. Ettevõtte õiglast väärtust läbi fundamentaalanalüüsi saab leida mitmel eri viisil: diskonteeritud rahavoogude meetodi, väärtussuhtarvude meetodi ja võrdlevate ettevõtete meetodi abil. Nimetatud meetoditest kaks viimast on omavahel tihedalt seotud. (*Ibid.*, 160)

Samuti peavad investorid silmas pidama, milline on nende investeerimisstrateegia ehk milliste ettevõtetega soovitakse kauplemistehinguid teha. Põhilisteks investeerimisobjektideks on kasvuaktiivid (*growth stocks*) ning väärtusaktiivid (*value stocks*). Kasvuaktiivate puhul, mille karakteriseerivateks tunnusteks on keskmisest kõrgem müügitulu ning kasumi kasv, seisneb fundamentaalanalüüs eelkõige tuleviku kasvuperspektiivi analüüsimisele. Seevastu väärtusaktiivide investeerijad pööravad ettevõtte kasvule vähem tähelepanu – neid huvitavad eelkõige alahinnatud ettevõtted. (Investeerimise teejuht 2007, 161)

Fundamentaalse analüüsi peamiseks töövahendiks on mõistagi ettevõtte finantsaruanded (Investeerimise teejuht 2007, 172). Peamisteks investorite poolt kasutatavateks finantsaruanneteks fundamentaalanalüüsi rakendades on ettevõtte põhjaruanded ehk kasumiaruanne, bilanss ja rahavoogude aruanne. Aruannetes toimunud muutuste mõistmiseks ning tulevaste perioodide väljavaadete prognoosimisel on investorile abiks ka juhtkonna kommentaarid. (*Ibid.*, 162)

Ettevõtte fundamentaalse analüüsi käigus tehakse hindamisi peamiselt ajalooliste andmete pealt, kusjuures optimaalseim on analüüsida 3-5 aasta taguseid andmeid (Investeerimise teejuht 2007, 130). Küll aga ei tohiks ära unustada, et kuna investeerimine oma olemuselt on seotud ettevõtte oodatavale tulevasele edule panuse tegemisele, peab investor suutma põhjendatult prognoosida ka tulevaseid sündmuseid (*Ibid.*, 165.)

Käesolev lõputöö keskendub eelkõige ettevõtte fundamentaalsele analüüsile, mistõttu tutvustab töö autor alljärgnevalt levinumaid fundamentaalse väärtuse hindamise meetodeid, mille abil investorid otsustavad ettevõtte ala- või ülehinnatuse üle.

1.1.1. Väärtussuhtarvude meetod

Väärtussuhtarvude meetod võimaldab ettevõtte õiglast väärtust hinnata läbi erinevate suhtarvude. Antud meetodi põhiviisiks on asjaolu, et varade hinda karakteriseerivad tunnused liiguvad aja vältel kõrg- või madalseisust taas keskmiste väärtuse juurde (Väärtpaberite teejuht 2008, 27). Väärtussuhtarvude meetodi rakendamine võimaldab ettevõtte majandusnäitajad siduda ettevõtte turuväärtusega (Investeerimise teejuht 2007, 166) ning võrrelda omavahel sarnaseid ettevõtteid, kuid siinkohal tuleb analüütikutel silmas pidada, et omavahel võrreldavad ettevõtted peaksid olema võimalikult sarnased, st olema sarnase suurusega, tegutsema samas majandusvaldkonnas ning asuma territoriaalselt üksteisele võrdlemisi lähedal (Damodaran 2012).

Enamikke väärtussuhtarve saab arvutada nii mineviku andmete kui ka tulevaste prognooside alusel. Ajaloolistel andmetel arvutatud suhtarvud sisaldavad endas vähem investorile kasulikku infot, kuid tulevikus oodatavate näitajate põhjal arvutatud suhtarvude kvaliteet on tugevas korrelatsioonis prognooside enda kvaliteediga (Investeerimise teejuht 2007, 166), mistõttu tuleks prognoosidesse suhtuda teatava reserveeritusega.

Võimalusi konkreetse ettevõtte väärtuse hindamiseks rakendades väärtussuhtarvudel põhinevat hindamismeetodit on mitmeid. Alljärgnevas tabelis on töö autor kogunud kokku ning teinud valiku enamlevinud väärtuskordajatest, toonud välja nende inglise keelsed nimetused ning arvutamise viisid.

Tabel 1. Enamlevinumad väärtussuhtarvud

Väärtuskordaja	Nimetus	Arvutusvalem
P/E	<i>Price to earnings ratio</i>	aktsia turuhind ÷ kasum aktsia kohta
EV/EBITDA	<i>Enterprise value to earnings before interest taxes depreciation and amortiation</i>	(puhasvõlg+turukapitalisatsioon) ÷ kasum enne intresse, makse ja amortisatsiooni
PEG	<i>Price/earnings to growth ratio</i>	P/E ÷ kasumi kasvu kiirus (%)
P/B	<i>Price to book ratio</i>	hind aktsia kohta ÷ raamatupidamislik väärtus aktsia kohta
P/S	<i>Price to sales ratio</i>	aktsia hind ÷ käive aktsia kohta
P/CF	<i>Price to cashflow ratio</i>	aktsia hind ÷ rahavoog aktsia kohta
Dividend yield	<i>Dividend price ratio</i>	dividend aktsia kohta ÷ aktsia turuhind

Allikad: (Investeerimise teejuht 2007; Väärtpaberite teejuht 2008; Fernandez 2002; Saario 2016), autori koostatud

Enne väärtussuhtarvude meetodi rakendamist konkreetse ettevõtte väärtuse hindamisel tuleks aga investoril selgeks teha, millised suhtarvud on analüüsi läbiviimiseks sobivaimad. Lisaks analüüsitavale ettevõttele tuleb leida piisavalt sarnased omavahel võrreldavad ettevõtted, mis võib osutada väljakutseks, kuna täiesti identseid organisatsioone kas ei eksisteeri või on üsna keeruline tuvastada. Kuigi väärtussuhtarvude meetodit on võrreldes diskonteeritud rahavoogude meetodiga lihtsam rakendada, on seda ka hulga kergem väärtalt kasutada ning tõlgendada. (Damodaran 2012) Kuigi teoreetiliselt võiks iga ettevõtte finantsandmete põhjal välja arvutada mistahes suhtarve, ei anna kõik suhtarvud investoritele asjalikku infot konkreetse vaatluse all oleva ettevõtte kohta. Seetõttu teeb töö autor alljärgnevalt kindlaks, millised suhtarve on mõistlik rakendada lõputöö vaatluse all oleva ettevõtte – s.o AS Ekspress Grupp – väärtuse hindamiseks.

Meediasektori ettevõtete hindamiseks kasutatakse Fernandez’e sõnul (2002) tavapäraselt P/E, relatiivse P/E ja EV/EBITDA suhtarve. Seevastu toob Harbula (2009) oma artiklis välja, et meediasektoris tegutsevate ettevõtete hindamisel on kõige asjakohasemateks väärtuskordajateks EV/EBITDA ning EV/EBIT. Mînjina (2009) uuringust, mis testis levinumate suhtarvude täpsust samas majandusharus tegutsevate Bucharesti börsiettevõtete põhjal selgub, et kõige täpsema tulemuse nimetatud suhtarvudest annab EV/EBITDA, seejärel P/E ning EV/EBIT suhtarvud.

Tuginedes eeltoodud infole, tutvustab töö autor lähemalt tuvastatud väärtussuhtarve, mis on sobivaimad AS-i Ekspress Grupp fundamentaalse väärtuse hindamisel. Alljärgnevalt käsitleb töö autor seega P/E, relatiivse P/E, EV/EBIT ning EV/EBITDA suhtarve.

P/E suhtarv

Üks enimkasutatav suhtarv, mille põhjal investorid tavaliselt esmahinnanguid teevad, on P/E (*price to earnings per share*) suhtarv ehk aktsia hinna/tulu suhe, mida nimetatakse teisisõnu ka kasumikordajaks (Saario 2016). Antud näitaja on väga populaarne, kuna selle arvutamine on võrdlemisi lihtne ning suhtarv võimaldab võrrelda eri aktsiate hinnataset omavahel (Investeermise teejuht 2007, 167). P/E suhtarvu leitakse kasutades järgnevat valemit:

$$P/E = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{kasum aktsia kohta}} \quad (1)$$

P/E suhtarv leitakse ettevõtte turuväärtuse (aktsiate arv korrutada aktsiate hinnaga) jagamise teel ettevõtte maksujärgse kasumiga (Saario 2016). P/E suhtarv näitab, kui palju ollakse nõus maksma ühe ühiku kasumi eest või kui kaua kulub investeeringu tasateenimiseks antud kasumi- ja hinnataseme juures. Selle alusel on võimalik välja arvutada ka aastatootlus (Investeermise teejuht 2007, 131). Reeglina annab usaldusväärseima tulemuse P/E suhtarvu leidmine minevikuandmete põhjal, ehk jooksva P/E (*trailing P/E*) arvutamine, kus kasum aktsiat kohta arvutamiseks kasutatakse viimase nelja kvartali tulu aktsia kohta. Sageli ehitatakse analüüsid üles ka kasutades tulevikku vaatavat P/E suhtarvu, ent tihti osutub tegelikkus prognoositust erinevaks, mistõttu ei saa ettevaatavaid prognoose niivõrd usaldusväärseks pidada. (Väärtpaberite teejuht 2008, 27)

Aktsia/tulu suhet mõjutavad mitmed tegurid. Näiteks sektori ja ettevõtte kasvootused, ettevõtte turupositsioon, võlatase, omanike struktuur ning ka avalik kuvand. Kõrge P/E näitaja osutab aktsia kallile hinnale (Saario 2016). Madal P/E võib indikeerida näiteks ettevõtte alahinnatusele või turu üldisele skeptilisusele ettevõtte tulude püsimisel praegusel tasemel. Pikema horisondiga investori jaoks võib siiski konkurentidest või turu keskmisest madalam P/E olla argumendiks aktsia portfelli valimisel, eeldusel et ettevõtte käive ja kasum tulevikus kasvavad (Väärtpaberite teejuht 2008, 27-28; Saario 2016). Seega peamine probleem, mida P/E suhtarvu rakendades silmas peab pidama, on investori hinnangu korrektsus kasumi püsimisele ja selle kasvamisele. Madalast aktsia/tulu suhtest ei ole mõistlik automaatselt eeldada, et aktsiahind hakkab tulevikus tõusma (Väärtpaberite teejuht 2008, 28).

Relatiivne P/E väärtuskordaja hindab ettevõtte P/E suhet turu P/E keskmisega ning võimaldab eri turgudel tegutsevaid ettevõtteid omavahel võrrelda (Damodaran 2012). Suhteline P/E leitakse kasutades alljärgnevat valemit:

$$\text{Relatiivne } P/E = \frac{\text{ettevõtte jooksev } P/E}{\text{turu jooksev } P/E} \quad (2)$$

Kuna relatiivne P/E koosneb jooksva P/E suhtarvuga põhimõtteliselt samadest komponentidest, mõjutavad relatiivset P/E suhtarvu Damodarani (2012) sõnul samad tegurid, mis P/E suhtarvu. Relatiivne kasumikordaja erineb tavalisega P/E suhtarvuga selle poolest, et kui jooksva kasumikordaja keskmiseks tulemuseks peetakse 15 (Saario 2016), siis relatiivse P/E optimaalne suhe on 1 (Damodaran 2012).

EV/EBITDA ja EV/EBIT suhtarvud

EV/EBITDA ja EV/EBIT (*enterprise value to earnings before interest taxes depreciation and amortiation/enterprise value to earnings before interest*) suhtarve kasutatakse tihti siis, kui soovitakse hinnata ettevõtet ülevõtmise seisukohast. Antud suhtarvud arvestavad ka ettevõtte laenudega ning kuna ei kasutata puhaskasumit, on suhtarvud seetõttu vähem manipuleeritavad. (Investeerimise teejuht, 132) EV/EBITDA suhtarv leitakse kasutades valemit:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{puhasvõlg} + \text{turukapitalisatsioon}}{\text{kasum enne intresse, makse ja amortisatsiooni}} \quad (3)$$

kus

$$\text{Puhaskasum} = \text{Intressikandvad kohtustused} - \text{raha ja raha ekvivalendid} \quad (4)$$

EBITDA iseloomustab ligilähedaisemat rahahulka, mida ettevõtte on võimeline genereerima. EV/EBITDA suhtarv näitab sisuliselt tasuvusaega, kui pika aja pärast saab investor investeeritud raha tagasi eeldusel, et EBITDA jääb olulises osas samaks. Antud suhtarvu ei saa reeglina võrrelda sektorite üleselt, kuna eri sektorites on väärtuskordaja tulemused väga erinevad. (Katkosild 2014)

EBIT ehk põhitegevuskasum (Alver, Alver 2017, 493) näitab ettevõtte põhitegevuse rantaablust. EV/EBIT suhtarv leitakse sarnaselt EV/EBITDA-ga kasutades alljärgnevat valemit:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{puhasvõlg} + \text{turukapitalisatsioon}}{\text{kasum enne intresse ja makse}} \quad (5)$$

Investopedia andmetel kasutatakse EV/EBIT suhtarvu sisuliselt kasumi tootluse hindamiseks. EV/EBIT suhtarv ei ole kuigivõrd laialdaselt levinud analüütikute hulgas, kuigi võib pakkuda ettevõtete omavahel võrdlemisel paremat infot mitmetest levinumatest suhtarvudest (näiteks ROE, ROIC) (EV/EBIT Multiple). Rahvusvaheliste ettevõtete võrdlemisel kasutatakse tihti EV/EBIT ja EV/EBITDA-d, kuna need ei arvesta passiva struktuuri (Schreiner 2007) ning jätavab välja maksuaspekti, mis võib riigiti olulises mahus erineda. (Katkosild 2014)

Väärtussuhtarvude meetod eeldab valitud ettevõtte võrdlemist samas majandusharus tegutsevate analoogsete organisatsioonidega (Skogsvik, Skogsvik 2008). Reeglina loetakse optimaalseks, et omavahel võrreldakse keskmiselt viite sarnast ettevõtet (Cooper, Cordeiro 2008). Paraku ei leidu Tallinna ega Balti börsidel Ekspress Grupiga teisi analoogseid ettevõtteid, mistõttu võrreldakse käesolevas lõputöös hinnatavat kontserni lähima analoogiga nn. „naaberbörsilt“, milleks on Nasdaq Nordic börsil noteeritud Sanoma Oyj. Kuna lõplike hinnangute andmiseks valitud ettevõtte väärtuse kohta on omavahel võrreldavaid ettevõtteid vähe, siis objektiivsema ja õiglasema pildi saamiseks Ekspress Grupi fundamentaalsest väärtusest on töö autor pidanud otstarbekaks välja arvutada ka ettevõtte väärtuse diskonteeritud rahavoogude meetodil. Diskonteeritud rahavoogude meetodit tutvustab lähemalt juba alljärgnev alapeatükk.

1.1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Mitmete väärtussuhtarvude rakendamise käib paraku kaasas üks printsiipiaalse tähtsusega probleem. Nimelt võib ettevõtte kasum finantsaruannetes teatud juhtudel olla mõnevõrra petlik näitaja, kuna teadupärast ei ole kasum täiesti vaba raamatupidamislikest moonutistest. Sellepärast tasub ettevõtte väärtusest klaarima pildi saamiseks tutvuda hoopiski rahavoogude aruandega. Oodatavate tulevaste rahavoogude diskonteerimine tänasesse päeva on üks tavapärasemaid mooduseid ettevõtte väärtuse hindamiseks. (Väärtpaberite teejuht 2008, 29)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhiidee on, et ettevõtte väärtuse määravad tulevikus teenitavate rahavoogude suurus, mida on kaalutud riskitaseme, omanike nõutava tulunormi ning muude teguritega (Investeerimise teejuht 2007, 166). Samuti tasub siinkohal märkida, et diskonteeritud rahavoogude meetod kehtib igal ajahetkel ning seda saab rakendada mistahes ettevõtte hindamiseks (Saario 2016). Eriti tihti kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit börsil mittenoteeritud ettevõtete väärtuse hindamiseks. Antud hindamismeetod aitab leida investeerimisobjekti fundamentaalse väärtuse selle oodatavate tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusena (Pinto *et al.* 2010). Ent tihti eelistavad analüütikud börsil noteeritud ettevõtete fundamentaalse väärtuse hindamisel oodatavate tulevaste rahavoogude diskonteerimise meetodile hulga vähem tähelepanu pöörata või üldse mitte kasutada, kuna antud meetodi rakendamine on väga töömahukas (Investeerimise teejuht 2007, 166).

Käesolevas lõputöös arvutab töö autor vaadeldava ettevõtte fundamentaalse väärtuse diskonteeritud rahavoogude meetodil alljärgneva mudeli abil (Damodaran 2012):

$$V = \sum_{T=1}^{T=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} \quad (6)$$

kus

V – ettevõtte väärtus,

FCFF – ettevõtte vabad rahavoog,

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind (diskontomäär),

TV – terminaalkväärtus,

t – periood,

n – prognoosi viimane aasta.

Ülaltoodud valemi alusel leitakse ettevõtte fundamentaalne väärtus diskonteerides ettevõtte vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, liites juurde rahavoogude terminaalkväärtuse. Ettevõtte väärtust saame määratleda seega tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusena (Kõomägi 2006). Alapeatüki järgnevatel lõikudes põhjendab töö autor antud valemi kasutamise põhjuseid ning kõiki valemi komponente detailsemalt.

Enne diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamist tuleks selgeks teha vaba rahavoo kontseptsioon. Ettevõtte väärtuse hindamist vaba rahavoo alusel saab rakendada kahel eri moodusel: firma vaba rahavoo (*free cashflows to the firm*) või aktsionäride vaba rahavoo (*free cashflows to the equity*) alusel (Zirnask 2008). Antud lõputöös keskendume ettevõtte rahavoo leidmisele. Ettevõtte vaba rahavoo leitakse kasutades järgnevat valemit (Pinto *et al.* 2010):

$$FCFF = \text{puhaskasum} + \text{kulum} - \text{maksud} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali} - \text{investeeringud põhivarasse} \quad (7)$$

Ettevõtte vaba rahavoo on seega rahahulk, mis jääb ettevõtte kapitali omanikele kasutamiseks pärast kõikide tegevuskulude, maksude tasumist ja puhaskäibekapitali- ning põhivara-investeeringute tegemist (*Ibid.*).

Pärast ettevõtte prognoositavate vabade rahavoogude väljaarvutamist on järgmiseks sammuks ettevõtte väärtuse hindamisel kapitali hinna ehk nõutava tulunormi (Kõomägi 2006) kindlaks tegemine. Kapitali hinna kindlakstegemisel tuleb esmalt vaadelda kapitali struktuuri, mis koosneb reeglina intressikandvatest kohustustest ning omakapitalist (*Ibid.*). Kõige paremaks peetakse on sellist kapitali struktuuri, mis minimeerib kapitali kaalutud keskmise hinna ning kõrgendab aktsiate teoreetilise väärtuse (*Ibid.*). Vastavalt ülaltoodud mudelile diskonteerime ettevõtte vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*). Kaalutud keskmine kapitali hind väljendab ettevõtte kogu intressikandva võõr- ja omakapitali hinda, mis leitakse võla- ja omakapitali osakaalusid arvesse võttes (*Ibid.*)

Omakapitali hinna all mõistetakse investorite poolt oodatavat tulumäära konkreetselt investeringult (Damodaran 2012). Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse enim finantsvarade hindamise mudelit ehk CAPM (*capital assets pricing model*) meetodit (Kõomägi 2006). Omakapitali hind leitakse CAPM mudeli alusel järgneva valemi alusel (Juhend... 2016):

$$k_e = R_f + R_c + (\beta * R_m) \quad (8)$$

kus

k_e – omakapitali hind,

R_f – riskivaba tulumäär,

R_c – riigi riskipreemia,

β – beetakordaja,

R_m – tururiski preemia e turutulumäär.

CAPM mudeli põhjal leitakse omakapitali hind riskivaba tulumäära, riigi riskipreemia ning tururiski preemia summana, võttes arvesse ka beetakordajat. Riskivaba tulumäär on riskita tulu, millelt oodatakse riskivaba tootlust. Riskivaba tulumäär arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil. Kuna Eesti riik ei ole emiteerinud võlakirju, võetakse reeglina aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta keskmine tulusus. Riigi riskipreemiat defineerib Eesti Panga hinnangul see rahahulk, mida üks riik peab globaalselt turult raha laenates maksma rohkem temast parema maksevõimega reitinguga riigist. Reeglina tuletatakse riigirisk valitsuste võlakirjaintresside erinevuste tuvastamisel. Kuna aga Eestil puuduvad selliseid võlakirjad, tuleks riigi riskipreemia tuletada riigireitingute alusel. (*Ibid.*) Turutulumäär on hüvitis süstemaatilise riski võtmise eest (Kõomägi 2006). Tururiski preemia väljendab seda, kui palju lisaks on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. (Juhend... 2016)

Beetakordaja näitab aktsia hinnamuutustundlikkust börsiindeksi suhtes. Mida suurem on beetakordaja, seda riskantsem on konkreetne investeerimisobjekt (Saario 2016). Beetakordaja arvutatakse alljärgneva valemi põhjal (Juhend... 2016):

$$\beta_e = \beta_a \times \left(1 + \frac{VK}{OK}\right) \quad (9)$$

kus

β_e – ettevõtja finantsvõimendusega beeta,

β_a – majandusharu finantsvõimenduseta beeta,

VK/OK - võlakapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga.

Ettevõtte võõrkapitali hulka kuuluvad intressikandvad kohustused, milleks võivad olla lühi- ja pikaajalised laenud ning võlakirjad. Võõrkapitali hind väljendub võlausaldajate poolt nõutava tulunormina (Kõomägi 2006). Võlakapitali hinda on võimalik välja arvutada mitmel eri moodusel, sõltuvalt sellest, millest täpselt koosneb ettevõtte võõrkapital. Lihtsaim viis võlakapitali hinna

määramisel on kasutada seda intressimäära, millega ettevõtte viimase laenu võttis. Küll aga tuleb selle meetodi puhul silmas pidada, et laenusamine oleks toimunud lähiminevikus ning vahepealse aja jooksul pole majanduskeskkonnas olulisi muutusi toimunud (Zirnask 2008).

Peale oma- ning võõrkapitali hinna leidmist ning võttes arvesse kapitali struktuuri on võimalik välja arvutada kaalutud keskmine kapitali hind, mis leitakse järgneva valemi abil (*Ibid.*):

$$WACC = k_e \times \frac{OK}{VK+OK} + k_d \times \frac{VK}{VK+OK} \quad (10)$$

kus

k_e – omakapitali hind (%),

k_d – võõrkapitali hind (%),

OK – omakapitali osakaal (%),

VK – võlakapitali osakaal (%),

$VK + OK$ – võla- ja omakapital kokku (%).

Ettevõtte rahavoogusid pole võimalik igavesti prognoosida, mistõttu tuleb arvutuste läbiviimisel ajaliselt piiritleda, kui kaugemale tulevikus prognoositakse ettevõtte rahavoogusid. Peale ajalise raami seadmist arvutatakse terminaalkäivitus, mis peegeldab ettevõtte väärtust selles konkreetsetes hetkes (Damodaran 2012). Terminaalkäivituse arvutamiseks tuleb esiteks seada eeldus ettevõtte tegutsemise jätkuvuse osas. Valik tehakse kahe võimaliku variandi hulgast: kas ettevõtte on igavese elueaga ning tema rahavood kasvavad stabiilselt lõpmatuseni või ettevõtte koos tema varadega likvideeritakse mingil ajahetkel (Terminal Value). Eeldades, et ettevõtte rahavood kasvavad stabiilselt lõpmatuseni, rakendame terminaalkäivituse leidmiseks stabiilse kasvu mudelit. Terminaalkäivitus leitakse kasutades alljärgnevat valemit (Damodaran 2012):

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} \quad (11)$$

kus

TV – terminaalkäivitus,

$FCFF$ – ettevõtte vaba rahavoog,

$WACC$ – kaalutud keskmine kapitali hind (diskontomäär),

g – stabiilne kasvumäär,

n – prognoosi viimane aasta.

Diskonteeritud rahavoogude arvutamisel tasub silmas pidada, et terminaalkäivitus on väga tundlik muutustele stabiilses kasvumääras. Ka väga väikesed muutused kasvumääras mõjutavad oluliselt terminaalkäivitust ning ühtlasi ka tervet analüüsitulemust, mistõttu tuleks hindamise käigus läbi viia ka sensitiivsusanalüüs. (*Ibid.*)

Eelmainitust võib järelada, et diskonteeritud rahavoogude meetod on suhtarvumeetodist küll täpsem, kuid ka oluliselt töömahukam ning keerulisem (Zirnask 2008). Põhjus seisneb selles, et investoritele pole reeglina teada tulevased rahavood, samuti valmistab raskusi aktsiate tähtaja puudumine ning nõutava tulunormi määramine (Kõomägi 2006). Diskonteeritud rahavoogude meetodil fundamentaalse väärtuse hindamine nõuab seega mitmeid eelduseid, mis on aga oma olemuselt subjektiivse loomuga. Subjektiivsed hinnangud võivad halvemal juhul väljenduda põhimõttelistes vigades meetodi rakendamisel ning on oht, et saadud tulemused pole korrektsed. Samuti võib antud analüüsimeetodi kasutamisel realiseeruda risk, et saadud tulemused ning hinnangud võivad varieeruvad olulisel määral, kui antud mudeleid rakendatakse pikaajalistele perioodidele.

2. EKSPRESS GRUPP AS

Investorile kasutoova aktsia valimine on suures plaanis nagu iga teise toote või teenuse ost. Esmatähtis on siinkohal keskenduda tehingu lahtimõtestamisele ning põhjendada tehingu tegemise mõistlikkust. Objektiiivsetel ning mõistlikel kaalutlustel tehtud investeerimisotsuste puhul tuleks lähtuda järgmistest põhimõtetest (Investeerimise teejuht 2007, 128):

- 1) teha selgeks, millises keskkonnas tegutseb ettevõtte, kelle aktsiaid hakatakse ostma;
- 2) mõista selle ettevõtte ärimudelit.

Eelmainitud põhimõtted võimaldavad investoril hinnata ettevõtte mõjualas ning sellest väljaspool asuvaid tegureid (*Ibid.*, 128). Alljärgnevalt tutvustab töö autor lugejale lähemalt AS Ekspress Grupp tegevusala ning ettevõtet.

2.1. Ekspress Grupp AS tegevusala ja ettevõtte tutvustus

Meediaorganisatsioonidel on traditsiooniliselt olnud ning on jätkuvalt suur roll nn neljanda võimu kandjana, mis paratamatult paneb ka massiteabe vahendajatele suure vastutuse ühiskonna ees. Meedia vahendusel kajastatud info ei ole vaid minevikus toimunud sündmuste raporteerimine ühiskonnale, vaid mõjutab oluliselt ka tulevikus toimuva hakkavaid protsesse igas eluvaldkonnas – seega on äärmiselt oluline langetada suurt mõju avaldavaid otsuseid tuginedes usaldusväärsele infole. Ühiskonna silmis usaldusväärse kuvandi säilitamine on alternatiivsete faktide ja vaeuudiste ajastul saanud teravaks probleemiks, millel meediaorganisatsioonid peavad kiivalt kätt pulsil hoidma ning antud probleemiga ka aktiivselt tegema, mis kahtlemata tähendab ka muudatusi senistes tööprotsessides ning varasemast hoolikamalt tegutsemist.

Sarnaselt teistele majandusvaldkondadele, peab ka meediasektor suutma adapteeruda kiirelt ühiskonnas toimuvate muutustega. Tänapäevases kiiretempolises infoühiskonnas on teabe vahendamise kiirus kriitilise tähtsusega, kuna igasugune info võib vananeda sisuliselt juba avaldamise hetkel. Samuti on oluline, et teave jõuaks võimalikult suure auditooriumini. Tarbijaskonna Interneti eelistamine pabermeediale on siinkohal osutunud meediaettevõtetele ühest küljest abimeheks

teabe otsekohesel avalikustamisel ning vahendamisel. Teisalt on veebimeedia võidukäik ka raskendanud ettevõtete tulude teenimist, kuna Internetis levivat sisu on harjutud tarbima tasuta ning see mentaliteet on visa kaduma. Kõigele lisaks ollakse vähem altimad maksma *online*-meedia eest paberil ilmuva meediaga sarnast hinda.

Võrreldes aasta- või paarikümne taguse ajaga on meediasektor üha enam üle võtmas meelelahutaja rolli. Üha olulisemaks on muutunud ka erinevate sotsiaalmeedia platvormide kaudu pildil püsimine. Kui varasemalt võis ajakirjanduses prevalveerida pigem poliitilise ning arvamuslimu iseloomuga sisu, annab tänapäevasele meediale tooni meelelahutusliku sisuga rohke sisuturundus. Kokkuvõtteks peab meedia pakkuma ühiskonnale usaldusväärse informatsiooni kõrval ka eredaid emotsioone.

1995. aastal asutatud Ekspress Grupp on Baltikumi juhtiv meediaorganisatsioon, mis omab Baltimaade nimekamaid uudisteportaale veebis, tegutseb trükimeedia kirjastamise valdkonnas ning korraldab ajalehtede ning ajakirjade levi ja kojukannet, lisaks tegutseb trükiteenuste valdkonnas, omades Eesti suurimat trükikoda, mis pakub trükiteenust lisaks grupi väljaannetele ka mitmetele teistele kodu- kui välisurgude klientidele. (AS Ekspress Grupp... 2017)

Ekspress Grupi puhul on tegemist seega ühendusega, mis keskendub ühtaegu nii traditsioonilise paberipõhise kvaliteetajakirjanduse, kui ka digikanalites vahendatava sisu tootmisele ja levitamisele. Lisaks erinevatele tegevustele meediasektoris on kontsern vaikselt sisenemas ka meelelahutusäri turule – uue tegevusvaldkonnana pakub kontsern üha enam oma klientidele elamusturundusüritusi. Ühtlasi näeb kontsern meelelahutusäris tugevat potentsiaali, mida soovib ära kasutada. 2017. aasta auditeeritud majandusaasta aruandest selgub, et kontserni loodud sisu ning pakutavaid teenuseid tarbib Baltimaades aastas rohkem kui 2,5 miljonit inimest. (*Ibid.*)

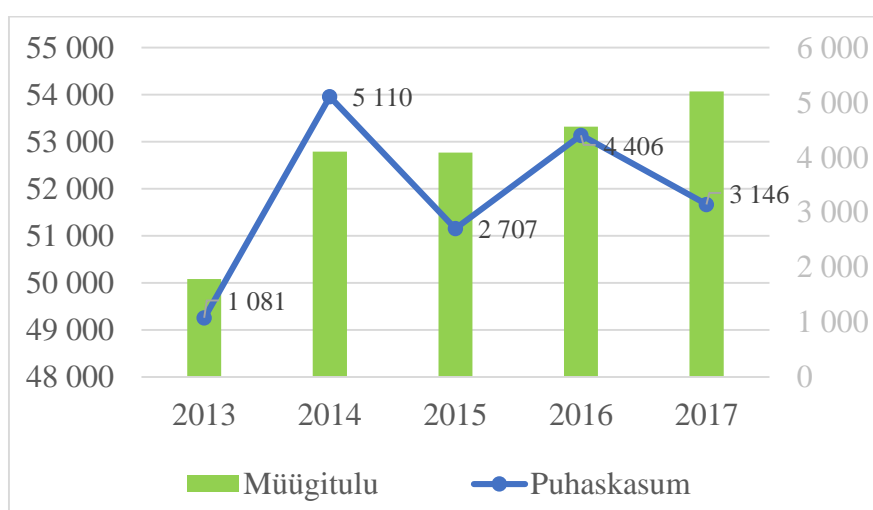
Kontserni struktuuri kuuluvad järgmised ettevõtted: Ekspress Meedia, Delfi Läti, Delfi Leedu, SL Õhtuleht, Ajakirjade Kirjastus, Hea Lugu, Ekspress Digital, Printall, Express Post, Babahh, Linna Ekraanid, Kinnisvarakeskkond, ACM, Adnet Media. Kontserniülevalt töötab grupis üle 1600 töötaja. (*Ibid.*)

Kontserni aktsiad on alates 2007. aastast noteeritud Nasdaq Tallinna börsil. Grupi aktsiakapital on jaotatud 0,6-eurosteks aktsiateks. Kõik emiteeritud aktsiad on lihtaktsiad ning neil puuduvad

omandipiirangud. Ekspress Grupi aktsiad on noteeritud vaid Tallinna börsil. (AS Ekspress...) Lisas 1 on välja toodud Ekspress Grupp AS-i väärtpaberit puudutav informatsioon.

2.2. Ekspress Grupp AS finants- ja turunäitajad

Saamaks ülevaatlikumat pilti kontserni käekäigust, peame vaatama ühenduse finantsnäitajaid pikemaajalise perioodi vältel. Üheks esmaseks finantsseisundi analüüsimise meetodiks on vaadelda kontserni müügitulu ning puhaskasumi trende. Alljärgnevalt on töö autor vaadelnud Ekspress Grupp AS müügitulu ja puhaskasumit 5-aastase perioodi vältel, aastatel 2013-2017.



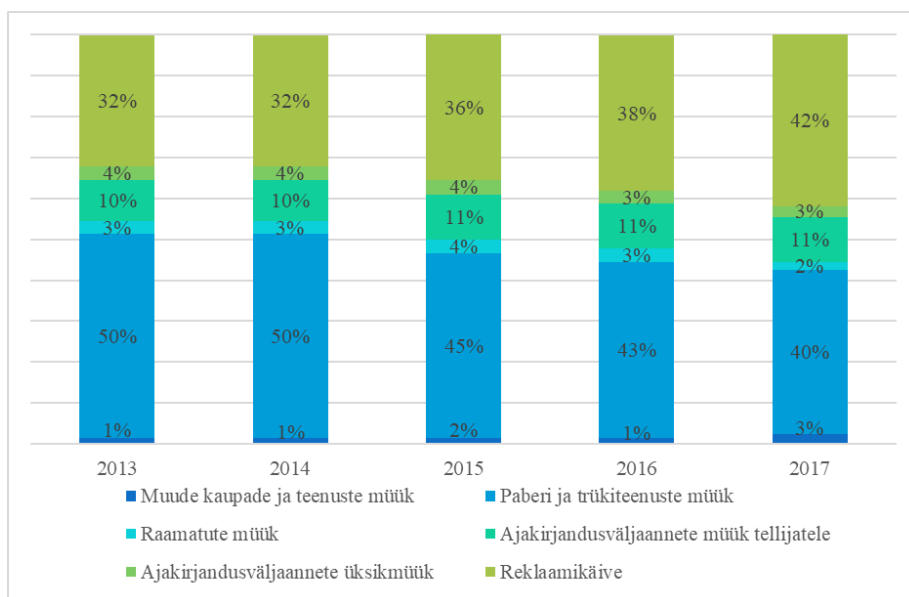
Joonis 1. Ekspress Grupp AS müügitulu ja puhaskasum aastatel 2013-2017 (tuh EUR)
Allikas: Ekspress Grupp AS majandusaasta aruanded, autori koostatud

Jooniselt 1 nähtub, et kontserni müügitulu on võrreldes algusperioodiga kasvanud. Oluline kasv toimus 2014. aastal, mil kontserni käive kasvas võrreldes 2013. aastaga 2,7 miljoni euro võrra ehk 5,4%. Alates 2015. aastast on kontserni müügitulu kasvanud aeglasemas tempos, ent stabiilselt. Kui 2015. aastal teenis Ekspress Grupp müügitulu 52,8 miljonit eurot, siis 2017. aastaks oli kontserni käive juba üle 54 miljoni euro, käibe kogukasv perioodil 2015-2017 ca 2,4%. Kontserni majandusaasta aruandest selgub, et käibe kasvu veab tulu digitaalsetest ning *online* kanalitest. Seega on Ekspress Grupi aktsia puhul tegemist pigem väärtusaktsiaga.

Kui kontserni müügitulu näitajad on aastate lõikes võrdlemisi stabiilsed, siis puhaskasumi näitajad on volatiilsemad. Ekspress Grupp teenis 2017. aastal puhaskasumit 3,1 miljonit eurot, võrreldes eelmise majandusaastaga vähenes puhastulem 1,3 miljoni euro võrra ehk 28,6%. Kontserni

majandusaasta aruandest selgub, et puhastulemi vähenemine 2017. aastal on tingitud eelkõige rentaabluse languse ning tiheda konkurentsi tõttu trükiteenuste turul (AS Ekspress Grupp... 2017). Kasumi teenimist mõjutab negatiivselt ka üldine pingeline olukord töajuturul ning toimunud ümberkorraldused grupi struktuuris, mis suurendasid kontserni töajukulusi. 2016. aastal teenis Ekspress Grupp puhaskasumit 4.4 miljonit eurot, võrreldes 2015. aastaga suurenemine 1.7 miljoni euro võrra ehk 62.8%.

Järgnevalt vaatleb töö autor lähemalt erinevate tegevussegmentide mõju kontserni müügitulule. Allolevalt jooniselt 2 näeme, et aasta-aastalt on olulises mahus suurenenud reklaamikäive ning mõnevõrra ka ajakirjandusväljaannete müük tellijatele. 2017. aastal moodustasid antud tegevused kontserni müügitulust vastavalt 42% ja 11% (2016: 38%; 11%). Oluliselt on vähenenud paberi ja trükiteenuste müük, mis on ootuspärane arvestades trende meediasektoris. Kui 2013. aastal moodustas paberi ja trükiteenuste müük 50% müügitulust, siis 2017. aastal moodustab antud segment vaid 40% müügitulust. Mõnevõrra vähenemist näitab ka ajakirjandusväljaannete üksikmüük ning raamatute müük.



Joonis 2. Ekspress Grupp AS müügitulu jaotus tegevusalade lõikes aastatel 2013-2017
Allikas: Ekspress Grupp AS majandusaasta aruanded, autori koostatud

Kontserni müügitulu kõikides tegevusvaldkondades karakteriseerib seega teatav tsüklilisus. Müügitulu jaotuse kõikumine segmentide on tingitud nii majandustingimuste kui ka tarbijaskonna käitumise muutumisest. Käibe tulemusi mõjutavad negatiivselt peamiselt majanduskasvu aeglustumine nii kodu- kui eksportturul, mistõttu ostetakse vähem reklaami, pingeline olukord

trükiteenuste turul ning tarbijate eelistus asendada traditsioonilised meediaplatvormid tänapäevaste vastu (AS Ekspress Grupp...2017). Samuti on oluline märkida, et üha enam käivet tekib kontsernile läbi digitaal ja *online*-tegevustest. 2017. aastal moodustab digitaalse ja online tulu osakaal müügitulust 37% (2016: 32%; 2015: 15.6%) (AS Ekspress Grupp...2017). Sama trendi jätkumist kinnitab ka kontserni 2018. aasta III kvartali ja 9 kuu konsolideeritud auditeerimata vahearuanne (AS Ekspress Grupp...2018).

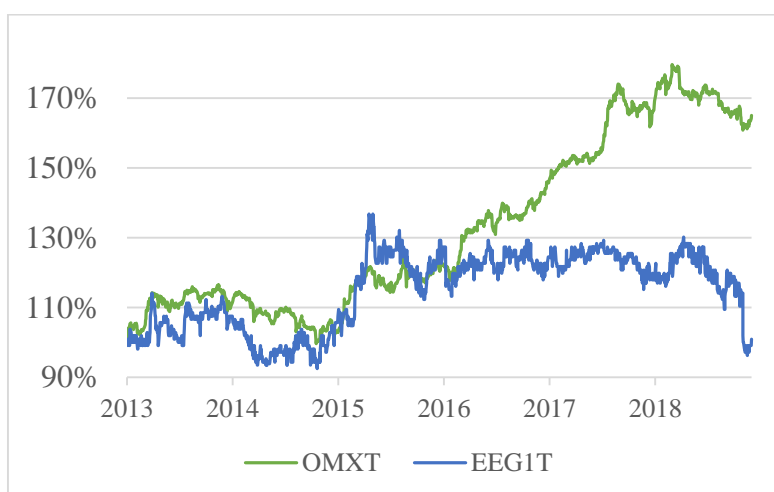
Ettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamise käigus tuleks kahtlemata tähelepanu pöörata ka väärtpaperile detailsemalt – sestap vaatleme järgnevalt Ekspress Grupp AS aktsia kauplemisslugu aastatel 2013-2017.

Tabel 2. Ekspress Grupp AS aktsia kauplemissajalugu aastatel 2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Viimane, EUR	1,14	1,14	1,35	1,32	1,25
Kaubeldud väärtpapereid, tk	1 395 363	1 389 244	657 508	696 292	538 175
Käive, mln EUR	1,57	1,43	0,84	0,88	0,7
Turuväärtus, mln EUR	33,97	33,97	40,23	39,33	37,25
Dividenditootlus	0,9%	0,9%	3,0%	3,7%	4,8%

Allikas: (Nasdaq Baltic 2018), autori koostatud

Järgnevalt toob lõputöö autor välja Tallinna börsi üldindeksi (*gorss index*) protsentuaalse muutuse võrreldes Ekspress Grupi aktsia indeksi muutusega perioodil 01.01.2018-30.11.2018.

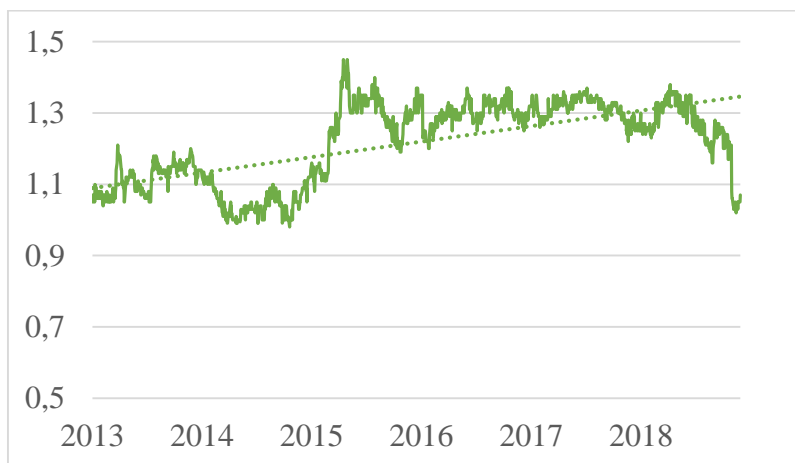


Joonis 3. OMX Tallinna ja AS Ekspress Grupi aktsia indekse muutus perioodil 01.01.2018-30.11.2018.

Allikas: (Balti Indeksid), autori koostatud

Jooniselt 3 nähtub, et alates 2016. aasta algusest on turuindeksi muutus konstantselt ületanud Ekspress Grupi aktsia indeksi muutust. Vaid 2015. aastal ületas Ekspress Grupi aktsia indeksi muutus Tallinna börsi indeksi muutust.

Viimaseks on lõputöö autor välja toonud AS-i Ekspress Grupp aktsia viimase turuhinna eurodes perioodi 01.01.2018-30.11.2018 kohta.



Joonis 4. AS Ekspress Grupp aktsia viimane turuhind (eurodes) perioodil 01.01.2013-30.11.2018
Allikas: (Nasdaq Baltic 2018), autori koostatud

Jooniselt 4 nähtub Ekspress Grupi aktsia turuhinna kõikumine. Kontserni aktsia turuhind perioodil 01.01.2013-30.11.2018 jääb vahemikku 0,98-1,45 eurot. Üldjoontes on Ekspress Grupi aktsia turuhind näidanud vaadeldaval perioodil kasutrendi, mida näitab ka vastav trendijoon. Küll aga tegi grupi aktsia suure languse 2018. aasta viimases pooles peale seda, kui kontsern avalikustas kahjumi teenimise III kvartalis.

3. EKSPRESS GRUPP AS FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE HINDAMINE

Käesolevas lõputöös hindab töö autor valitud ettevõtte fundamentaalset väärtust rakendades kahte võimalikku meetodit, milleks on võrreldavate väärtussuhtarvude meetod ning diskonteeritud rahavoogude meetod. Nimetatud hindamisviiside metoodikat käsitleb detailsemalt lõputöö esimene peatükk. Alljärgnevates alapeatükkides arvutab töö autor välja AS-i Ekspress Grupp fundamentaalse väärtuse rakendades eraldi mõlemat eelmainitud meetodit. Antud peatüki lõpus analüüsib töö autor saadud tulemusi.

3.1. Ekspress Grupp AS väärtuse hindamine väärtussuhtarvude meetodil

Käesolevas alapeatükis hindab lõputöö autor AS-i Ekspress Grupp fundamentaalset väärtust väärtussuhtarvude meetodil kasutades sealjuures peatükis 1.1.1. välja toodud väärtuskordajaid, mis on vaatluse all oleva ettevõtte hindamiseks sobivaimad. Antud lõputöös rakendatavate väärtussuhtarvude valiku tegemisel tugines töö autor avalikustatud teemakohastele uuringutele ja teadusartiklitele, võttes arvesse valitud ettevõtte tegevussektorit. Lõputöö autor tuvastas, et Ekspress Grupi fundamentaalse väärtuse hindamiseks on adekvaatseimad P/E, relatiivse P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA suhtarvud.

Eelmainitud suhtarvude arvutamiseks on töö autor alusmaterjalidena kasutanud kontserni auditeeritud majandusaasta aruandeid ning Nasdaq kauplemisportaalist kättesaadavaid avalikke andmeid, seega hinnatakse Ekspress Grupi väärtus ajalooliste andmete põhjal. Töö autor on valinud vaadeldavaks perioodiks viimased 5 täis majandusaastat, st ettevõtte väärtust hinnatakse perioodi 2013-2017 andmete põhjal. Lisas 2 on töö autor välja toonud Ekspress Grupi suhtarvude arvutamiseks vajalikud finantsandmed.

Väärtussuhtarvude meetod eeldab võimalikult objektiivsete tulemuste saamiseks mitmete samas majandusharus tegutsevate ettevõtete võrdlemist, sealjuures kõige optimaalseks peetakse võrdlemist keskmiselt viie konkurendiga (Cooper, Cordeiro 2008). Kahjuks ei eksisteeri Balti

börsidel Ekspress Grupiga teisi samas majandusvaldkonnas tegutsevaid ettevõtteid, mistõttu võrreldakse käesolevas lõputöös kontserni lähima analoogiga nõ. „naaberbörsilt“, milleks on Nasdaq Nordic börsil noteeritud Sanoma Oyj.

1999. aastal asutatud Sanoma Oyj on Soome suurim ning suuruselt teine meediakontsern Skandinaavias. Lisaks põhitegevustele meediasektoris opereerib kontsern ka hariduse valdkonnas: nimelt pakub ettevõtte mitmeid multimeedialahendusi, mis koostöös traditsiooniliste õppemeetoditega aitavad parandada hariduse kvaliteeti põhi- ning keskkoolides. Kontserni kuuluvad suuremad ettevõtted on Media BeNe, Media Finland ning Sanoma Learning. Lisaks koduturule Soomes tegutseb Sanoma aktiivselt ka teistes Euroopa Liidu riikides – Rootsis, Poolas, Hollandis ning Belgias. Meediasegmenendis on kontserni üheks teatumateks kaubamärkideks ka eestlastele tuntud Helsingin Sanomat ja Ilta-Sanomat. Kontserni müügitulu tuleneb sarnaselt teiste meediavaldkonnas tegutsevate ettevõtetega peamiselt publikatsioonides müüdud reklaamipinnast. 2017. aastal ulatus Sanoma müügitulu 1,4 miljardi euroni. Kontsern pakkus 2017. aasta lõpus tööd umbes 4400 inimesele. Sanoma aktsiad on noteeritud Helsingi börsil. (Sanoma Financial...2017). Käesoleva lõputöö lisas 2 toob töö autor välja Sanoma Oyj alusandmed aastate 2013-2017 kohta, mida kasutati suhtarvude arvutamiseks.

Kui võrrelda omavahel Ekspress Grupi ja Sanoma finantstulemusi, siis esmalt jääb silma Sanoma üldine suurus võrreldes Ekspress Grupiga ning tugevalt kõikuvad finantstulemused. Sanoma on vaadeldaval perioodil üle aasta teeninud kahjumit, mis on omakorda kaasa toonud selle, et kontserni kasum aktsia kohta on 2013., 2015. ja 2017. aastal negatiivne. Seevastu aga on Ekspress Grupi majandustulemused hulga stabiilsemad ning kontsern pole vaadeldava perioodi jooksul kordagi kahjumis olnud. Majandustulemuste poolest on mõlemal ettevõttel olnud 2014 ning 2016 pigem head aastad. Kuivõrd vähemusosalusele omistatav kasum moodustab Sanoma Oyj puhaskasumist olulise osa, on töö autor eraldi välja toonud ematettevõtte aktsionäride osa puhaskasumist korrektse EPS-i arvutamise huvides.

Aksia turuväärtuse poolest on mõlema kontserni väärtpaberi hind vaadeldaval perioodil kasvutrendi näidanud – Ekspress Grupi aktsia hind 2013. aastalõpu seisuga oli 1,14 eurot, 2017. aasta lõpuks oli aktsia turuhind 1,25 eurot; Sanoma aktsia turuväärtus 2013. aastal oli 6,39 eurot ning 2017. aasta lõpuks tõusnud 10,87 euroni. Nii Ekspress Grupp kui ka Sanoma on suutnud vaadeldava perioodi jooksul vähendada netovõlga, vastavalt 36% ja 65%: Ekspress Grupi puhaskasum 2013. aastal ulatus 22 miljoni euroni, 2017. aastaks oli netovõlg vähenenud 14 miljoni

euroni; Sanoma puhasvõlg küündis 2013. aastal 1,13 miljardi euroni, 2017. aastaks oli netovõlg vähenenud 392 miljoni euroni.

3.1.1. P/E suhtarvud

Järgnevalt analüüsib töö autor Ekspress Grupp AS-i ning Sanoma Oyj P/E suhtarve omavahel ning tegevusala keskmisega Euroopas. Meediasektoris tegutsevate Euroopa börsiettevõtete keskmised suhtarvude tulemused on töö autor kogunud Damodarani kodulehel avalikustatud andmebaasidest. P/E suhtarv on üks enamkasutatavamaid suhtarve, mille alusel saab anda esialgse hinnangu aktsia ala- või ülehinnatusele. Reeglina loetakse optimaalseks P/E suhteks 15-16 (Saario 2016), kuid siinkohal tuleb silmas pidada ka tegevusala keskmist tulemust. Antud lõputöös on autor arvanud välja jooksva P/E suhte perioodi 2013-2017 andmete põhjal, eraldi on välja toodud normaliseeritud P/E suhe ehk viie aasta aritmeetiline keskmine. Arvutuste tulemused on välja toodud alljärgnevas tabelis:

Tabel 3. P/E suhtarvu tulemused

	2013	2014	2015	2016	2017	Keskmine
Ekspress Grupp AS	31,42	6,65	14,86	8,93	11,84	14,74
Sanoma Oyj	-3,38	14,38	-4,30	12,68	-10,98	5,41
Tegevusala keskmine Euroopas	44,12	30,24	30,40	25,79	55,56	37,22

Allikas: Tegevusala keskmine P/E (Damodaran 2017; Damodaran 2018b); autori arvutused

Tabelist 3 nähtub, et Sanoma Oyj kasumikordaja on kolmel aastal (2013, 2015 ja 2017) negatiivne, kuna ettevõtte teenis neil aastatel kahjumit. Negatiivne P/E suhe ei anna paraku väärtuskordaja kohta sisulist informatsiooni ning negatiivse tulemuse alusel on keeruline suhtarve omavahel võrrelda, mistõttu jätvavad ettevõtted oma majandusaasta aruannetes kahjumi teenimise korral P/E kordaja tavaliselt avalikustamata. Seetõttu on lõputöö autor pidanud otstarbekaks viie aasta keskmise kasumikordaja arvutamisel negatiivsed väärtused asendada 0-ga. Sel viisil saame Sanoma Oyj viie aasta keskmise P/E suhteks 5,41. Ekspress Grupi viie aasta keskmine kasumikordaja on 14,74. Mõlema ettevõtte keskmine P/E suhe jääb kõvasti alla sektori keskmisele Euroopas.

Ülaltoodud tabelit vaadates selgub, et 2013. aastal oli Ekspress Grupi kasumikordaja ebatavaliselt kõrge, tingituna väga madalast EPS-ist, mis oli 2013. aastal 0,04 eurot aktsia kohta. Siiski võib siinkohal väita, et võrreldes Sanoma Oyj-ga on Ekspress Grupi puhul on tegemist pigem stabiilse

ettevõttega. Kasumikordaja vähenemine võrreldes 2013. aasta tulemusega on tingitud ettevõtte majandustulemuste paranemise tõttu. AS-i Ekspress Grupp jooksev kasumikordaja 2017. aastal on tegevusala keskmisest *ca* 79% madalam, normaliseeritud P/E on tegevusala keskmisest *ca* 60% madalam. Samuti jääb Ekspress Grupi P/E kordaja alla optimaalseks peetud 15-16 suhtele. Seega võib P/E suhe Ekspress Grupi puhul indikeerida aktsia alahinnatusele.

Antud lõputöös käsitletud omavahel võrreldavad ettevõtted tegutsevad eri turgudel, mistõttu on töö autor pidanud asjakohaseks võrrelda ettevõtteid ka relatiivse P/E suhte alusel. Relatiivne P/E võimaldab võrrelda erinevatel turgudel tegutsevaid sarnaseid ettevõtteid. Tallinna ning Helsingi börsi keskmised P/E suhted on saadud Damodarani avalikest andmebaasidest. Relatiivne P/E suhe erineb tavapärasest kasumikordajast peamiselt selle poolest, et antud väärtuskordaja puhul peetakse optimaalseks tulemuseks 1. Relatiivse P/E suhtarvu tulemused on välja toodud alljärgnevas tabelis:

Tabel 4. Relatiivse P/E suhtarvu tulemused

	2013	2014	2015	2016	2017	Keskmine
Tallinna börsi keskmine P/E	49,09	23,89	9,88	29,34	27,25	27,89
Helsingi börsi keskmine P/E	36,22	29,10	61,31	46,56	70,92	48,82
Ekspress Grupp AS	0,64	0,28	1,50	0,30	0,43	0,63
Sanoma Oyj	-0,09	0,49	-0,07	0,27	-0,15	0,15

Allikas: Turu keskmine P/E (Damodaran 2017; Damodaran 2018b); autori arvutused

Vaadates ülaltoodud tabelit 4 näeme, et sarnaselt P/E suhtele on ka relatiivse P/E puhul Sanoma Oyj tulemused kolmel vaadeldaval perioodil kahjumi teenimise tõttu negatiivsed. Seetõttu on töö autor viie aasta aritmeetilise keskmise suhte arvutamiseks taaskord asendanud negatiivsed väärtused 0-ga. Sel viisil saame Sanoma keskmiseks relatiivse P/E tulemuseks 0,15, sealjuures varieerus Sanoma relatiivne P/E kasumiaastatel (2014 ja 2016) 0,27 ja 0,49 vahel. Ekspress Grupi relatiivse kasumikordaja suhe on vahemikus 0,28-1,5 ning viie aasta keskmine on 0,63. 2015. aasta erakordselt kõrge tulemus on tingitud Tallinna börsi keskmise P/E keskmisest madalamast suhtest. Kuigi mõlema ettevõtte aktsiad on pigem odavamas hinnaklassis, võib saadud tulemuste põhjal Ekspress Grupi aktsia hinnataset võrreldes Sanomaga pidada kallimaks, võttes arvesse, et Tallinna börsi keskmine P/E on Helsingi börsi keskmisest oluliselt madalam, kuid siinkohal tuleb jällegi silmas pidada, et Sanoma keskmised tulemused on kahjumi teenimise tõttu kolmel vaadeldaval aastal mõnevõrra siiski moonutatud.

3.1.2. EV/EBIT ja EV/EBITDA suhtarvud

Järgnevalt võtab töö autor vaatluse alla EV/EBIT ja EV/EBITDA väärtuskordajaid. Kui eelnevalt käsitletud P/E suhtarvud on oma olemuselt kasumikordajad ning keskenduvad seetõttu aktsia hinna ning teenitud puhaskasumi suhete mõõtmisele, siis EV/EBIT ja EV/EBITDA on oma sisult ettevõtte väärtuse suhtarvud (*firm value multiples*). EV/EBIT ja EV/EBITDA suhtarve on investoritel ning analüütikutel kasulik rakendada näiteks siis, kui ettevõtte puhaskasum on negatiivne ning P/E suhtarvude arvutamine ei anna seetõttu adekvaatset tulemust. Tõenäosus, et ettevõtte EBIT või EBITDA on negatiivne, on hulga väiksem kui näiteks puhaskasumi puhul (Damodaran 2012). Seega on antud suhtarvude abil võimalik hinnata palju enam erinevaid ettevõtteid, kes muidu analüüsist välja jääksid. Nimetatud väärtuskordajad osutuvad eriti kasulikuks rahvusvaheliste ettevõtete võrdlemisel, sest jätavad välja maksuaspekti, mis tavaliselt regiooniti erineb. EV/EBIT suhtarvu tulemused on välja toodud alljärgnevas tabelis:

Tabel 5. EV/EBIT suhtarvu tulemused

	2013	2014	2015	2016	2017	Keskmine
Ekspress Grupp AS	35,03	9,49	20,22	12,07	14,02	18,17
Sanoma Oyj	-8,42	11,59	-11,66	10,27	-9,07	4,37
Tegevusala keskmine Euroopas	25,72	17,05	23,33	19,01	18,06	20,63

Allikas: Tegevuala keskmine EV/EBIT (Damodaran 2017; Damodaran 2018b); autori arvutused

Ülaltoodud tabelist selgub, et taaskord on Sanoma kontserni tulemused kolmel vaadeldaval aastal negatiivse väärtusega, mistõttu on töö autor keskmise tulemuse välja arvutamiseks asendanud negatiivsed väärtused 0-ga. Antud juhul pole negatiivne ettevõtte väärtus (EV), vaid ärikasum. Nimetatud asjaolude tõttu on Sanoma viie aasta keskmine EV/EBITDA suhe samuti oluliselt madalam tegevusala keskmisest ning ka Ekspress Grupi keskmisest tulemusest. 2014. ja 2016. aastal on Sanoma EV/EBIT kordaja enam-vähem samas suurusjärgus Ekspress Grupiga, jäädes tegevusala keskmisele alla vastavalt 32% ja 46%; Ekspress Grupi näitaja jäi nimetatud aastatel sektori keskmisele alla 44% ja 36%. Ekspress Grupi EV/EBIT viie aasta keskmine suhe jääb tegevusala keskmisele mõnevõrra alla – antud väärtuskordaja on sektori keskmisest madalam ca 12%. Vaadeldava perioodi lõikes on Ekspress Grupi EV/EBIT suhe püsinud sektori keskmisest madalamal tasemel, v.a 2013. aastal, mil grupi EV/EBIT kordaja ületas sektori keskmist ca 36%, mis on tingitud nii madalast ärikasumist kui ka kõrgest netovõlast antud aastal. Järgmistel aastatel (2014-2017) on Ekspress Grupp suutnud vähendada laenukoormust ja/või kasvatada ärikasumit. Sellest tulenevalt võib kokkuvõtteks järeldada, et Ekspress Grupi EV/EBIT on rahuldav.

Viimasena analüüsib töö autor EV/EBITDA suhtarvu. EV/EBITDA arvutatakse sisuliselt sama põhimõtte alusel, mis EV/EBIT suhtarvu, kuid erineb EV/EBIT suhtest selle poolest, et lisaks maksuaspektile elimineeritakse välja ka võimalikud kulumist tingitud moonutused. Üldiselt loetakse positiivseks tulemuseks, kui näitaja väärtus jääb alla 10 (Maverick 2018), kuid adekvaatsema hinnangu andmiseks tuleb konkreetse ettevõtte tulemusi alati võrrelda ka tegevusala keskmisega. Suhtarvu tulemused on välja toodud alljärgivas tabelis:

Tabel 6. EV/EBITDA suhtarvu tulemused

	2013	2014	2015	2016	2017	Keskmine
Ekspress Grupp AS	13,62	6,18	10,03	7,18	7,97	9,00
Sanoma Oyj	5,75	3,36	5,39	4,23	-45,23	3,75
Tegevusala keskmine Euroopas	16,23	9,69	12,17	9,51	9,97	11,51

Allikas: Tegevusala keskmine EV/EBITDA (Damodaran 2017; Damodaran 2018b); autori arvutused

Ülaltoodud tabelist nähtub, et sektori viie aasta keskmine EV/EBITDA on 11,51. Nii Ekspress Grupp kui Sanoma tulemused jäävad tegevusala keskmisele alla. Kuigi Sanoma 2017. aasta EV/EBITDA näitaja on negatiivne, on seekord Sanoma tulemused rohkem võrreldavad Ekspress Grupi ning tegevusala keskmisega. Ekspress Grupi viie aasta keskmine EV/EBITDA tulemus on võrreldes Sanomaga oluliselt kõrgem (ca 2,4 korda), kuid jääb siiski alla tegevusala keskmisele, olles sektori keskmisest madalam ca 22%. Samuti on Ekspress Grupi EV/EBITDA kordaja väärtus väiksem kui 10, mistõttu hindab töö autor saadud tulemusi rahuldavaks.

Kuna lõplike hinnangute andmiseks Ekspress Grupi väärtuse osas on omavahel võrreldavaid ettevõtteid liiga vähe ning konkureeriva ettevõtte suhtarvude tulemused on kahjumi teenimise tõttu kolmel vaatluse all oleval aastal suuresti moonutatud, siis objektiivsema ja õiglasema pildi saamiseks Ekspress Grupi fundamentaalsest väärtusest on töö autor pidanud vajalikuks välja arvutada ka ettevõtte väärtuse diskonteeritud rahavoogude meetodil. AS-i Ekspress Grupp fundamentaalset väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil hinnatakse järgnevas alapeatükis.

3.2. Ekspress Grupp AS väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Käesolevas lõputöös hindab töö autor AS-i Ekspress Grupp väärtust lisaks väärtussuhtarvude meetodile ka diskonteeritud rahavoogude meetodil. Ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil arvutatakse vastavalt peatükis 1.1.2. välja toodud arvutuspõhimõtete alusel. Ekspress Grupi fundamentaalne väärtus leitakse seega diskonteerides ettevõtte vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, liites juurde rahavoogude terminaalväärtuse. Nimetatud arvutust väljendab peatükis 1.1.2. kajastatud valem 6.

3.2.1. Vaba rahavoo prognoos

Esimeseks sammuks ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil on ettevõtte vabade rahavoogude leidmine. Ettevõtte vabad rahavood arvutatakse käesoleva lõputöö peatükis 1.1.2 välja toodud valem 7 abil, kasutades AS-i Ekspress Grupp 2017. aasta auditeeritud majandusaasta aruande andmeid. Ekspress Grupi vabad rahavood summas 3 378 000 € leiti liites emaetevõtte aktsionäridele omistatavale puhaskasumile juurde põhivara kulumi ja väärtuse languse, ning lahutades maha makstud tulumaksu ja investeeringud puhaskäibekapitali ning põhivarasse. Täpsem arvutuskäik on alljärgnevalt välja toodud:

$$FCFF = 3\,140\,000 + 2\,787\,000 - 371\,000 - 167\,000 - 2\,011\,000 = 3\,378\,000 \text{ €}$$

Järgmisena prognoositakse uuritava ettevõtte rahavoogude kasvu tulevikus. Vaadates Ekspress Grupi viimase viie majandusaasta (2013–2017) auditeeritud finantsandmeid selgub, et kontserni puhaskasum on aastate lõikes väga volatiilse iseloomuga, mis nähtub ka peatükis 2.2 kujutatud jooniselt 1. Samuti leiti vaba rahavoo arvutamisel, et kontserni reinvesteeringumäär negatiivne. Põhivara amortisatsioon ning väärtuse langus on ületanud investeeringuid põhivarasse vaadeldaval perioodil viimased neli aastat, st alates 2014. aastast. Seetõttu on töö autor pidanud otstarbekaks puhaskasumi asemel leida kontserni ennustatavad vabad rahavood kasutades hoopiski regiooni keskmist majanduskasvu keskpikal positsioonil. Autor põhjendab oma valikut sellega, et volatiilse puhaskasumi puhul on küllaltki keeruline ning mõnevõrra ka ebaõiglane hinnata küpsusfaasis olevat ettevõtet ning arvab, et regiooni majanduskasvu määr peegeldab ettevõtte prognoositavaid vabasid rahavooge adekvaatsemalt. Käesolevas lõputöös prognoositakse Ekspress Grupi vaba rahavoogu aastateks 2018–2022.

Grupi majandusaasta aruannetes avalikustatud info põhjal tuvastati, et Ekspress Grupi peamine turg asub Baltimaades (Eesti, Läti, Leedu), mistõttu on leitud keskmine majanduskasvumäär aastateks 2018–2022, arvestades nimetatud turgude osakaalusid. SKP reaalkasvumäärad riigiti ning aasta keskmine majanduskasv on nähtavad lisas 3. Kontserni vabade rahavoogude prognoosimisel eeldatakse, et sisendite osakaalud jäävad samaks. Antud töös on arvestatud ka inflatsiooniga, sest arvutustel kasutatakse SKP reaalkasvumäära. Alljärgnevas tabelis on kajastatud kontserni vabade rahavoogude prognoos:

Tabel 7. Ekspress Grupp AS prognoositud vabad rahavood 2018–2022.

	2018	2019	2020	2021	2022
Baltimaade keskmine majanduskasv	3,6%	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%
Prognoositud vabad rahavood (€)	3 499 628	3 605 197	3 708 933	3 810 172	3 909 978

Allikas: autori arvutused

Olles leidnud uuritava ettevõtte prognoositud rahavood perioodil 2018-2022, hakkab lõputöö autor välja selgitama mudeli järgmist komponenti, milleks on kapitali hind.

3.2.2. Kapitali hind

Käesolevas lõputöös diskonteeritakse Ekspress Grupi vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, mis võtab arvesse kontserni kapitali struktuuri. WACC-i arvutamiseks on seega vaja tuvastada nii ettevõtte võõr- kui omakapitali hind. Kaalutud keskmise hinna leidmiseks kasutab töö autor peatükis 1.1.2. välja toodud valemeid 8-10. Põhiliseks abivahendiks kaalutud keskmise hinna leidmisel on Konkurentsiameti poolt välja antud WACC-i arvutamise juhend.

Ekspress Grupil pole tänasel päeval aktiivseid emiteeritud võlakirju, mistõttu leitakse käesolevas lõputöös uuritava ettevõtte võlakapitali hind tuginedes kontserni 2017. aasta majandusaasta aruandes avalikustatud infole. Võõrkapitali hinna leidmiseks on vaja tuvastada lühi- ja pikaajalise laenu summa ning perioodi intressikulu. Tegelik keskmine võõrkapitali hind leitakse intressikulu ja laenukoormuse jagatisena. Sel viisil kujuneb võlakapitali hinnaks:

$$k_d = \frac{400\,000}{166\,000 + 15\,091\,000} * 100\% = 2,6\%$$

Omakapitali hind leitakse CAPM mudeli alusel riskivaba tulumäära, riigi riskipremia ning turutulumäära ja beetakordaja korrutise summana (vt valem 8). Vastavalt WACC-i arvutamise

juhendile võetakse riskivaba tulumääraks Saksamaa 10-aastase võlakirja viie aasta keskmine tulusus põhjusel, et Eesti pole võlakirju emiteerinud. Andmed Saksamaa 10-aastase võlakirja tulususe kohta on avaldatud OECD kodulehel. Võlakirja keskmiseks tootluseks aastatel 2013-2017 leiti 0,73% (OECD 2018). Eesti riigi riskipreemia on Moody's andmetel A1 (Moody's 2018). Täpse riigi riskipreemia baaspunkti leidmiseks on töö autor tuginenud Damodarani poolt koostatud riskipreemia andmebaasile, mis põhineb samuti Moody's andmetel. Nimetatud andmekogu põhjal on Eesti riskipreemia 2018. aasta alguse seisuga 0,81% (Damodaran 2018a). Turutulumäära leidmiseks on kaks võimalikku lähenemisviisi: oodatava määra või minevikuandmete põhjal leitav riskipreemia (Juhend... 2016). Käesolevas lõputöös leitakse turu riskipreemia toetudes aktsiaturgude ajaloolisele preemiale, mis on välja toodud ka eelnevalt mainitud Damodarani andmebaasis. Ajaloolisest aktsiaturgude preemiast lahutatakse maha riigi riskipreemia. Antud loogika alusel saadakse tururiski preemiaks 5,08%. Beetakordaja leidmiseks rakendab töö autor käeoleva lõputöö peatükis 1.1.2 väljatoodud valemit 9. Euroopas kirjastus- ning uudistesektoris tegutsevate ettevõtete finantsvõimenduse beeta on A. Damodarani arvutuste põhjal 0,82 (Damodaran 2018b). Info Ekspress Grupi võla- ning omakapitali osakaalu kohta saadakse kontserni majandusaasta aruandest. Seega saame beetakordajaks:

$$\beta_e = 0,82 \times \left(1 + \frac{15\,257\,000}{52\,494\,000}\right) = 1,06$$

Peale omakapitali hinna arvutamiseks vajalike komponentide välja selgitamist, saame vastavalt CAPM mudelile leida omakapitali hinna:

$$k_e = 0,73 + 0,81 + (5,08 * 1,06) = 6,9\%$$

Olles leidnud nii oma- kui võlakapitali hinnad, saame välja arvutada kapitali kaalutud keskmise hinna peatükis 1.1.2. kirjeldatud valem 10 alusel:

$$WACC = 6,9 * \frac{52\,494\,000}{67\,751\,000} + 2,6 * \frac{15\,257\,000}{67\,751\,000} = 5,95\%$$

Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmise järel arvutab töö autor välja diskonteeritud rahavoogude mudeli viimase eraldiseisva komponendi, milleks on terminaalkäätus.

3.2.3. Terminaalväärtus

Enne terminaalkäätuse arvutamist seab lõputöö autor eelduseks, et uuritav ettevõtte on igavese elueaga ning kontserni rahavood kasvavad stabiilselt lõpmatuseni. Seatud eelduse põhjal rakendatakse terminaalkäätuse leidmisel stabiilse kasvu mudelit (vt valem 11). Lõputöö autor

prognoosis Ekspress Grupi vabasid rahavoogusid kuni 2022. aastani, mil grupi vabad rahavood ulatuvad prognoosi kohaselt 3 909 978 euroni.

Stabiilne kasvumäär ei saa ületada regiooni üldist majanduskasvu määra, mis pikaajalisel perioodil oleks Eestis, Lätis ja Leedus vastavalt OECD poolt avalikustatud pikaajasele majanduskasvu prognoosile (kuni aastani 2060) keskmiselt 0,93%. Samuti ei tohiks stabiilne kasvumäär ületada riskivaba tulumäära, mis on 0,73%. Seetõttu on töö autor hinnanud uuritava ettevõtte stabiilseks kasvumääraks 0,5%. Antud hinnang vastab töö autori arvates mõlemale eelmainitud tingimusele. Eelmainitust tulenevalt leiame terminaalkäätuse:

$$TV = \frac{3\,909\,978 * (0,005 + 1)}{0,0595 - 0,005} = 72\,111\,994 \text{ €}$$

3.2.4. Ettevõtte väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs

Mudeli kõikide komponentide välja arutamisel saame leida Ekspress Grupi fundamentaalse väärtuse rakendades diskonteeritud rahavoogude meetodit. Vastavalt käesoleva lõputöö valemis 6 väljatoodule leiame uuritava ettevõtte väärtuse:

$$V = \frac{3\,499\,628}{(1 + 0,0595)^1} + \frac{3\,605\,197}{(1 + 0,0595)^2} + \frac{3\,708\,933}{(1 + 0,0595)^3} + \frac{3\,810\,172}{(1 + 0,0595)^4} + \frac{3\,909\,978}{(1 + 0,0595)^5} + \frac{72\,111\,994}{(1 + 0,0595)^6} = 66\,568\,491 \text{ €}$$

Vastavalt lõputöös tehtud arvutuste tulemustena on Ekspress Grupi aktsia õiglaseks väärtuseks 2,23 €. Võrreldes praeguse tasemega – 27.12.2018 seisuga, mil aktsia hind turul on 1,05 € – on grupi aktsia alahinnatud ca 53%. 2018. aasta novembris tegi Ekspress Grupi aktsia hind läbi suure languse, mille tulemusena langes kontserni aktsia hind keskmise 1,30 € pealt 1,05 € -ni, peale seda kui kontsern avalikustas kahjumi teenimise 2018. aasta III kvartalis. Toimunud aktsiahinna suur langus avaldab kahtlemata olulist mõju ka arvutustele antud lõputöös.

Kuna prognoosid pole kunagi päris täpsed, siis vastavalt saadud tulemustele viib töö autor läbi ka sensitiivsusanalüüsi. Lõputöö autor uurib läbi sensitiivsusanalüüsi, kuidas mõjutavad kõikumised stabiilses kasvumääras ja WACC-is ettevõtte väärtust. Töö autor valis eelmainitud muutujad sensitiivsusanalüüsi, kuna lõputöös rakendatud diskonteeritud rahavoogude mudel on väga tundlik WACC-i ja stabiilse kasvumäära varieeruvustele, seega on lõputöö autori hinnangul oluline teada, kuidas varieerub uuritava ettevõtte väärtus stabiilse kasvumäära ja diskontomäära muutudes.

Arvutamaks uuritava ettevõtte väärtust eri stsenaariumite korral on töö autor määranud diskontomäärade vahemikuks 4,5%-7,5% ning stabiilse kasvumäärade vahemikuks 0,38%-0,63%. Määratud vahemikud näitavad ettevõtte väärtuse muutumist erinevate stsenaariumite korral juhul kui sisendid varieeruvad kuni 25%. Saadud tulemused on toodud alljärgnevas tabelis:

Tabel 8. Sensitiivsusanalüüs Ekspress Grupi väärtusele

		Stabiilne kasvumäär						
		0,38%	0,42%	0,46%	0,50%	0,54%	0,58%	0,63%
WACC	4,5%	83 509 712	84 297 079	85 011 833	85 741 027	86 485 102	87 244 520	88 117 800
	5,0%	75 579 155	76 195 768	76 754 130	77 322 419	77 900 901	78 489 854	79 165 298
	5,5%	69 726 160	70 230 236	70 685 859	71 148 773	71 619 153	72 097 182	72 644 341
	6,0%	65 356 099	65 783 595	66 169 474	66 568 491	66 958 352	67 369 308	67 882 051
	6,5%	60 886 944	61 242 690	61 563 360	61 888 304	62 217 611	62 551 367	62 932 276
	7,0%	57 468 002	57 773 334	58 048 268	58 326 586	58 608 350	58 893 625	59 218 839
	7,5%	54 558 200	54 794 000	55 032 479	55 273 684	55 517 661	55 764 459	56 076 998

Allikas: autori arvutused

Sensitiivsusanalüüs on ehitatud üles nii, et töö autori poolt prognoositud ettevõtte väärtus tähistab ettevõtte väärtust suurima tõenäosusega esineva stsenaariumi korral ning on ühtlasi ka väärtuse vahemiku keskpunktiks. Läbiviidud sensitiivsusanalüüsi põhjal jääb Ekspress Grupi väärtus vahemikku 54 558 200 kuni 88 117 800 € ning kontserni aktsia hinna õiglase väärtuse vahemik jääb 1,83 € ja 2,96 € vahemikku.

3.3. Saadud tulemuste analüüs

Käesolevas lõputöös analüüsib töö autor AS-i Ekspress Grupp fundamentaalset väärtust väärtussuhtarvude ning diskonteeritud rahavoogude meetodil. Ettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamiseks väärtussuhtarvude meetodil valis töö autor Ekspress Grupp AS-i tegevusala silmas pidades välja enim sobivamad väärtuskordajad, milleks on P/E, relatiivne P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA suhtarvud. Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamise tulemusena leiti, et AS-i Ekspress Grupp aktsia võib olla alahinnatud, võrreldes saadud tulemusi peamiselt tegevusala keskmisega Euroopas. Kokkuvõttes võib öelda, et tegevusala keskmisest oluliselt madalam kasumikordaja suhe võib olla üheks kindlaks indikaatoriks, mille alusel hinnata Ekspress Grupi aktsia alahinnatuks. Teisalt on madalam P/E suhe mõneti mõistetav, arvestades ettevõtte geograafilist paiknevust, kohaliku turu väiksust ning Balti aktsiate üldist vähest likviidsust. EV/EBIT ning EV/EBITDA analüüs tõi välja, et Ekspress Grupi näitajad on üldjoontes

rahuldavad, kuid 5-aastase võrdlusperioodi lõikes on väärtuskordajad jällegi tegevusala keskmisest mõnevõrra madalamad.

Paraku tuleb silmas pidada, et ettevõtte väärtuse hindamine on kaugel täppisteadusest ning sisaldab endas mitmeid subjektiivseid komponente, mistõttu ei ole ettevõtte väärtuse hindamiseks olemas ka ühtset valemit (Investeerimise teejuht 2007, 129). Suhtarve tõlgendades oleks mõistlik hoiduda liigsetest üldistustest ning mitte unustada konkreetse ettevõtte ning majandussektori spetsiifilisi mõjutegureid. Investeerimisotsuste tegemisel ei anna ainuõigeid vastuseid ükski hindamismeetod, kuid üksikasjalik ning läbimõeldud fundamentaalne analüüs on abiks investeerimisotuste kasumlikumaks muutmisel (*Ibid.*, 170). Antud lõputöös võrdles autor Ekspress Gruppi väärtussuhtarvude tulemusi vaid ühe konkurendiga lähiregioonis ning tegevusala keskmisega Euroopas, mistõttu saadud tulemuste interpreteerimisel tuleks kindlasti silmas pidada, et üksikud arvutused on olnud antud hinnangutele olulise mõjuga. Samuti peab töö autor siinkohal oluliseks märkida, et arvutatud väärtussuhtarvude resultaate veelgi täpsemaks ja õiglasemaks tõlgendamiseks tuleks kindlasti valimit oluliselt laiendada ning läbi viia analoogsed arvutused suurema võrdlusgrupiga. Sealjuures ei saa välistada ka, et tulemuste täpsemaks tõlgendamiseks tuleks võrdlusesse lisada ka ehk teisi väärtuskordajaid, nagu näiteks PEG, dividenditootlus ja P/S kordaja. Eelolenevast tulenevalt on töö autor pidanud otstarbekaks läbi viia ka Ekspress Grupi väärtuse hindamise rakendades diskonteeritud rahavoogude meetodit.

Uuritava ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamise tulemusena leiti, et Ekspress Grupi aktsia on kõvasti alahinnatud. Ekspress Grupi fundamentaalne väärtus leiti diskonteerides ettevõtte vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, liites juurde rahavoogude terminaalkväärtuse. Lisaks viidi läbi sensitiivsusanalüüs saadud tulemustele. Diskonteeritud rahavoogude mudeli rakendamisel leiti, et ettevõtte väärtus on 66 568 491 €, mis teeb aktsia õiglaseks hinnaks 2,23 €. Saadud tulemuse põhjal on Ekspress Grup aktsia alahinnatud ca 53%, kui võrrelda saadud tulemust viimase turuhinnaga (27.12.2018 seisuga 1,05 €). Lisaks viis käesoleva lõputöö autor läbi ka sensitiivsusanalüüsi, mille alusel leiti, et Ekspress Grupi õiglane väärtus jääb vahemikku 54 558 200 kuni 88 117 800 eurot ning kontserni aktsia hinna õiglase väärtuse vahemik on 1,83 – 2,96 eurot aktsia kohta, mis tähendab, et kontserni aktsia on alahinnatud ca 43%-64%.

Lõputöö autor toob siinkohal välja ka mõningad põhjused, mistõttu võib kontserni aktsia olla sedavõrd alahinnatud. Töö autor näeb aktsia alahinnatuse põhjustajatena kahte peamist tegurit.

Üheks põhjuseks võib töö autori hinnangul olla investorite üldine skeptitsism ettevõtte arenguperspektiivide osas. Kuigi suur osa Ekspress Grupi müügitulust tuleneb trükiteenuste segmendist (2017. aasta majandusaasta aruande kohaselt ca 40%), pole trükiteenuste sektoris tegutsemise tänasel päeval enam jätkusuutlik ning tegutsemine antud valdkonnas näitab juba pikemat aega kahanemismärke. Trükiteenuste asemel on kasvaks suunaks *online* meedia ning sealt teenitav reklaamitulu, kuid samas pole Ekspress Grupp ära suutnud realiseerida digitaalmeedia kogu potentsiaali peaaesjalikult seetõttu, et tarbijates pole veel sisse juurdunud harjumust tasuda digitaalse sisu eest. Samuti avalikustas Ekspress Grupp juba 2015. aasta auditeeritud majandusaasta aruandes uue tegevussuunana elamusturundusürituste korraldamise, kuid tänaseni pole tegevused nimetatud segmendis suuremat hoogu sisse võtnud ning tulud ürituste korraldamisest on jäänud pigem marginaalseks. Seega pole Ekspress Grupp suutnud teiste segmentide kasvamise arvelt edukalt kompenseerida trükiteenuste turu hääbumist.

Lisaks eelmainitud põhjustele peab töö autor oluliseks välja tuua ka ettevõtte kasumlikkuse üldise languse. Kasumlikkuse languse on peamiselt põhjustanud sisendhindade kasv ning keeruline konkurentsiolukord turul. 2018. aasta viimases kvartalis toimus järsk aktsiahinna langus vahetult pärast seda, kui ettevõtte avalikustas III kvartalis teenitud kahjumi.

KOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö eesmärk oli hinnata Ekspress Grupp AS fundamentaalset väärtust diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate väärtussuhtarvude meetodil. Lõputöö tulemusena soovis töö autor saada teada, kas uuritava ettevõtte aktsia on ala- või ülehinnatud.

Käesolev lõputöö koosneb kolmest peatükist. Lõputöö esimene peatükk on teoreetiline ning selles peatükis tutvustati põhilisi meetodeid börsiettevõtte väärtuse hindamisel, milleks on fundamentaal- ning tehniline analüüs. Lõputöö autor kirjeldas töö teoreetilises osas hindamis- meetodite sisu ning tõi välja meetodite kasutamise põhjused ning võrdles eelmainitud meetodeid omavahel. Kuna käesoleva lõputöö fookus oli eelkõige ettevõtte väärtuse hindamisel rakendades fundamentaalanalüüsi, käsitles autor teoreetilises osas põhjalikumalt diskonteeritud rahavoogude ning väärtussuhtarvude meetodi kasutamist ning arvutuspõhimõtteid. Lõputöö teises peatükis anti ülevaate uuritavast ettevõttest ning tema tegevusvaldkonnast. Töö viimases peatükis rakendati töö teoreetilises osas kirjeldatud hindamismeetodeid ning leiti Ekspress Grupp AS fundamentaalne väärtus.

Lõputöö tulemusena leiti, et Ekspress Grupp AS aktsia on alahinnatud. Võrreldavate väärtussuhtarvude meetodi rakendamisel valis lõputöö autor uuritava ettevõtte tegevusala silmas pidades välja enim sobivamad väärtuskordajad, milleks on P/E, relatiivne P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA kordajad. Väärtussuhtarvude meetodi rakendamisel leiti, et kontserni aktsia võib olla alahinnatud võrreldes saadud tulemusi tegevusala keskmisega Euroopas ning konkurendi tulemustega. Lõputöö autori hinnangul on tegevusala keskmisest oluliselt madalam kasumikordaja suhe kindlaimaks indikaatoriks, mille alusel hinnata Ekspress Grupi aktsia alahinnatust. Teisalt on madalam P/E suhe mõneti mõistetav, võttes arvesse ettevõtte geograafilist asukohta, kohaliku turu väiksust ning Balti aktsiate üleüldist vähest likviidsust. EV/EBIT ning EV/EBITDA analüüs tõi välja, et uuritava ettevõtte näitajad on üldjoontes rahuldavad, kuid 5-aastase võrdlusperioodi lõikes on väärtuskordajad jällegi tegevusala keskmisest mõnevõrra madalamad.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil leiti Ekspress Grupi fundamentaalne väärtus diskonteerides ettevõtte vabad rahavood nüüdisväärtusesse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, liites juurde rahavoogude terminaalkväärtuse. Terminaalkväärtuse leidmisel rakendati stabiilse kasvu mudelit. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamise tulemusena jõudis töö autor samuti järeldusele Ekspress Grupi aktsia alahinnatuse osas. Hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil leiti, et Ekspress Grupi aktsia õiglane väärtus jääb hinnanguliselt vahemikku 1,83-2,96 € aktsia kohta. See omakorda tähendab, et võrreldes praeguse hinnatasega (27.12.2018 seisuga on aktsia hind börsil 1,05€) on uuritava ettevõtte aktsia alahinnatud *ca* 43-64%.

Lõputöö autor toob ühtlasi välja põhjused, miks võib Ekspress Grupi aktsia olla alahinnatud. Üheks põhjuseks võib olla investorite üldine pessimism ettevõtte arenguperspektiivide osas. Kuigi suur osa Ekspress Grupi müügitulust tuleneb justnimelt trükiteenuste segmendist (2017. aastal *ca* 40%), pole trükiteenuste sektoris tegutsemise tänasel päeval enam jätkusuutlik ning tegutsemine trükiteenuste valdkonnas näitab hoogsalt kahanemismärke. Kasvaks suunaks on *online* meedia ning sealt teenitav reklaamitulu, kuid samas pole suudetud ära realiseerida digitaalmeedia kogu potentsiaali peaaesjalikult seetõttu, et tarbijates pole veel sisse juurdunud harjumust tasuda digitaalse sisu eest. Ekspress Grupp avalikustas oma 2015. aasta auditeeritud majandusaasta aruandes uue tegevussuunana elamusturundusürituste korraldamise, kuid tänaseni pole tegevused nimetatud segmendis võtnud suuremat hoogu sisse ning tulud ürituste korraldamisest on jäänud pigem marginaalseks. Seega pole Ekspress Grupp suutnud teiste segmentide arvelt edukalt kompenseerida trükiteenuste turu hääbumist.

Lisaks eelmainitud põhjustele peab töö autor oluliseks välja tuua ka ettevõtte kasumlikkuse üldise languse sisendhindade kasvamise ning tiheda konkurentsi tõttu. 2018. aasta viimases kvartalis toimus järsk aktsiahinna langus vahetult pärast seda, kui ettevõtte avalikustas III kvartalis teenitud kahjumi. AS Ekspress Grupp on 2018. aastal suutnud kasvatada käivet, kuid on kokkuvõttes olnud vähem kasumlik.

Käesolev lõputöö ei sisalda riigisaladust, ärisaladust, isikuandmete kaitse seaduse alusel saladuses hoitavaid teavet, avaldamata materjale või muud salastatud infot, mistõttu pole lõputöö kinnine kaitsmine või piiratud ligipääs vajalik. Autori hinnangul vastab lõputöö sisu püstitatud eesmärgile.

SUMMARY

VALUATION OF EKSPRESS GRUPP AS FUNDAMENTAL VALUE

Nelly Neiman

The purpose of the given thesis is to value the fundamental value of Ekspress Grupp AS based on the methods of discounted cash flow and ratio valuation. As a result the author will find out if Ekspress Grupp AS is over or undervalued.

The author of this thesis has established following research tasks to achieve the goal:

1. To provide an overview of the methods of fundamental analysis, the peculiarities of these methods, the reasons they are used and to compare with other methods.
2. To provide an overview of Ekspress Grupp AS and media sector in general and find out the be most adequate method for evaluating a media company based on the disclosed publications.
3. To calculate the fundamental value of Ekspress Grupp AS based on the methods of discounted cash flow and ratio valuation.
4. To compare and analyse the results with the current market price, industry averages in Europe and the competitors results.

The autor of given thesis came to a conclusion that Ekspress Grupp AS is undervalued. The author determined that the most appropriate multiples for valuating a media company are P/E, relative P/E, EV/EBIT and EV/EBITDA ratios. The ratio valuation of Ekspress Grupp AS was conducted by comparing its financial ratios to its nearest competitor in the region (Sanoma Oyj) and the industry's average indicators in Europe. In conclusion, low P/E level compared to the industry averages in Europe is the most certain indicator when estimating that Ekspress Grupp AS is undervalued. On the other hand, lower P/E levels are somewhat comprehensible considering company's geographic position, the smallness of the regional market and the overall low liquidity of the Baltic shares. EV/EBIT and EV/EBITDA ratio analysis showed that the company has

healthy EV/EBIT and EV/EBITDA. However, 5-year reference period stated that ratio levels were lower compared to industry averages in Europe.

In order to value Ekspress Grupp AS based on discounted cash flow analysis, free cash flows to firm, weighted average cost of capital and terminal value of the company had to be estimated. The author applied the stable growth model to find the terminal value. According to the discounted cash flow model built and calculations made, the fair value of Ekspress Grupp AS may range between 1,82 – 2,96 € per share, which means that the company's shares are undervalued approximately 43-64% compared to the current market price (1,05 € as of 27.12.2018).

In authors opinion there might be several reasons for the stocks to be undervalued. The two main reasons in authors opinion are the overall pessimism about the company's future perspectives and the decrease in profitability. The author of given thesis finds that the purpose of this thesis has been achieved.

Keywords: fundamental analysis, valuation of fundamental value, ratio valuation, discounted cash flow analysis

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Aksia*. AS Ekspress Grupp koduleht. Kättesaadav: <http://www.egrupp.ee/investorile/aktsia-informatsioon>, 28. november 2018
- Alver, J., Alver, L. (2017). *Finantsarvestus: Põhikursus*. 3. tr. Tallinn: Deebet.
- Announcement: Moody's: Estonia's credit profile reflects strong balance sheet, institutions and growth*. (2018). Moody's. Kättesaadav: https://www.moody's.com/research/Moodys-Estonias-credit-profile-reflects-strong-balance-sheet-institutions-and--PR_386952, 13. detsember 2018
- AS Ekspress Grupp Konsolideeritud majandusaasta aruanded 2013-2017. Kättesaadav: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100016965&list=2&pg=details&tab=reports>, 11. november 2018.
- AS Ekspress Grupp: 2018.aasta III kvartali ja 9 kuu konsolideeritud auditeerimata vahearuanne. Kättesaadav: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=861060&messageId=1083382>, 11. november 2018.
- Balti Indeksid*. Nasdaq Baltic. Kättesaadav: http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=charts&lang=et&idx_main%5B%5D=OMXT&add_index=OMXBBPI&add_equity=LT0000128696&idx_equity%5B%5D=EE3100016965&period=other&start=01.01.2013&end=30.11.2018, 30. november 2018
- Beattie, A. (2018). *Giants of Finance: Charles Dow*. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/charles-dow.asp>, 23. november 2018.
- Cooper, I. Cordeiro, L. (2008). *Optimal Equity Valuation Using Multiples: The Number of Comparable Firms*. Kättesaadav: <https://ssrn.com/abstract=1272349>, 29. november 2018.
- Damodaran, A. (2018a). Country Default Spreads and Risk Premiums. Kättesaadav: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 13. detsember 2018
- Damodaran, A. (2018b). Current Data. Kättesaadav: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html, 10. detsember 2018.
- Damodaran, A. (2017). Data Archives. Kättesaadav: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html, 10. detsember 2018.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition*. 3rd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

- Ekspress Grupp – Ajalugu*. Nasdaq Baltic. Kättesaadav: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100016965&list=2&pg=details&tab=historical>, 27. oktoober 2018.
- EV/EBIT Multiple*. Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/e/ebit-ev-multiple.asp>, 30. november 2018.
- Fernandez, P. (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Business School, University of Navarra, 13p.
- Harbula, P. (2009). Valuation Multiples: Accuracy and Drivers – Evidence from the European Stock Market. *Business Valuation Review: Winter 2009*, Vol. 28, No. 4, pp. 186-200.
- Investeermise teejuht*. (2007)./Toim. A. Nurga. Tallinn: AS Äripäev.
- Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. (2016). Konkurentsiamet. Kättesaadav: www.konkurentsiamet.ee/file.php?27486, 28. november 2018.
- Katkosild, E. (2014). *Hinda ise oma ettevõtet*. Investment Agency. Kättesaadav: https://www.agency.ee/artikkel/hinda_ise_oma_ettevotet, 30.11.2018.
- Kõomägi, M. (2006). *Ärerahendus*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Latvia: Growth rate of the real gross domestic product (GDP) from 2012 to 2022 (compared to the previous year)*. (2018a). Statista. Kättesaadav: <https://www.statista.com/statistics/375248/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-latvia/>, 12. detsember 2018
- LHV Finantsportaali Investeermiskool. *Investeermisõpik: Terminid, valemid*. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/terms?firstLetter=true&key=P>, 26. november 2018.
- Lithuania: Growth rate of the real gross domestic product (GDP) from 2012 to 2022 (compared to the previous year)*. (2018b). Statista. Kättesaadav: <https://www.statista.com/statistics/375254/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-lithuania/>, 12. detsember 2018
- OECD. (2018). *Long-term interest rates (indicator)*. Doi: 10.1787/662d712c-en (Accessed on 13 December 2018). Kättesaadav: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>, 13. detsember 2018
- Maverick, J. B. (2018). *What is considered a healthy EV/EBITDA?* Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/ask/answers/072715/what-considered-healthyevbitda.asp>, 10. detsember 2018
- Mînjina, D. I. (2009). Relative Performance of Valuation Using Multiples. Empirical Evidence on Bucharest Stock Exchange. *The Review of Finance and Banking*. Vol. 1, Issue 1, pp. 35–53
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D. (2010) *Equity Asset Valuation*. 2nd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

- Rahandusministeeriumi suvine majandusprognosis*. (2018). Rahandusministeerium. Kättesaadav: <https://www.rahandusministeerium.ee/et/riigieelarve-ja-majandus/majandusprognosisid>, 12. detsember 2018
- Saario, S. (2016). *Kuidas ma investeerin börsiaktiatesse*. Tallinn: AS Äripäev.
- Sanoma Financial Statements and Board of Directors' Report for 2013. Kättesaadav: https://sanoma.com/wp-content/uploads/2017/11/sanoma_2013_b_englanti_web_suojamaton.pdf, 06. detsember 2018
- Sanoma Financial Statements and Board of Directors' Report for 2015. Kättesaadav: https://sanoma.com/wp-content/uploads/2017/11/sanoma-financial_statements_for_2015_en.pdf, 06. detsember 2018
- Sanoma Financial Statements, Directors' Report and Statement of Non-Financial information for 2017. Kättesaadav: <https://sanoma.com/wp-content/uploads/2018/02/Financial-Statements-2017.pdf>, 06. detsember 2018
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. Dissertation of the University of St. Gallen, pp. 169.
- Skogsvik, K., Skogsvik, S. (2008). P/E-ratios in relative valuation – a mission impossible? *Investment Management and Financial Innovations, Vol. 5, Issue 4, pp. 237-248*.
- Terminal Value (TV)*. Investopedia. Kättesaadav: https://www.investopedia.com/terms/t/terminal_value.asp, 27. november 2018.
- Väärtpaberite teejuht*. (2008)./Toim. V. Zirnask. Tallinn: Eesti Päevaleht.
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: Äripäev.

LISAD

Lisa 1. Ekspress Grupp AS väärtpaberi informatsioon

ISIN	EE3100016965
Väärtpaberi lühinimi	EEG1T
Nimekiri/segment	BALTIC MAIN LIST
Emitent	Ekspress Grupp (EEG)
Nominaal	0,6 EUR
Väärtpaberite arv	29 796 841
Noteerimise kuupäev	05.04.2007

Allikas: Ekspress Grupp AS 2017. aasta konsolideeritud majandusaasta aruanne, autori koostatud

Lisa 2. Ekspress Grupp AS ja Sanoma Oyj alusandmed suhtarvude arvutamiseks

Ekspress Grupp AS	2013	2014	2015	2016	2017
Aktsiate arv, tk	29 796 841	29 796 841	29 796 841	29 796 841	29 796 841
Aktsia turuväärtus, EUR	1,14	1,14	1,35	1,32	1,25
Puhaskasum, tuh EUR	1 081	5 110	2 707	4 406	3 146
Kasum aktsia kohta, EUR	0,04	0,17	0,09	0,15	0,11
Raha ja raha ekvivalendid, tuh EUR	2 209	5 275	2 927	2 856	1 073
Intressikandvad kohustused, tuh EUR	24 432	23 152	17 687	15 784	15 257
Puhasvõlg, tuh EUR	22 223	17 877	14 760	12 928	14 184
Turukapitalisatsioon, tuh EUR	33 968	33 968	40 226	39 332	37 246
EBIT, tuh EUR	1 604	5 463	2 720	4 328	3 669
EBITDA, tuh EUR	4 125	8 384	5 480	7 281	6 456

Allikas: (Nasdaq Baltic 2018); Ekspress Grupp AS majandusaasta aruanded, autori koostatud

Sanoma Oyj	2013	2014	2015	2016	2017
Aktsiate arv, tk	162 812 093	162 812 093	162 082 093	162 333 596	163 249 144
Keskmine aktsiate arv, tk	162 812 093	162 812 093	162 721 764	162 291 679	162 544 637
Aktsia turuväärtus, EUR	6,39	4,60	3,91	8,25	10,87
Puhaskasum, tuh EUR	-320 300	61 600	-157 700	116 000	-298 100
<i>sh emattevõtte omanike osa puhaskasumist, tuh EUR</i>	<i>-307 900</i>	<i>58 300</i>	<i>-142 900</i>	<i>110 800</i>	<i>-163 800</i>
Kasum aktsia kohta, EUR	-1,89	0,32	-0,91	0,65	-0,99
Raha ja raha ekvivalendid, tuh EUR	151 100	116 300	98 500	43 400	20 600
Intressikandvad kohustused, tuh EUR	1 280 200	918 100	899 700	829 600	412 400
Puhasvõlg, tuh EUR	1 129 100	801 800	801 200	786 200	391 800
Turukapitalisatsioon, tuh EUR	1 040 369	748 936	633 741	1 338 440	1 774 518
EBIT, tuh EUR	-257 700	133 800	-123 100	206 900	-238 900
EBITDA, tuh EUR	377 600	461 400	266 300	502 200	-47 900

Allikas: Sanoma Oyj majandusaasta aruanded, autori koostatud

Lisa 3. Eesti, Läti ja Leedu majanduskasvu prognoos 2018–2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Eesti	3,6%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%
Läti	3,7%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%
Leedu	3,5%	2,9%	2,7%	2,4%	2,2%
Kaalutud keskmine	3,6%	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%

Allikas: (Rahandusministeerium 2018; Statista 2018a; Statista 2018b), autori arvutused