

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Margus Kärt

**OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP AS ÕIGLASE  
VÄÄRTUSE HINDAMINE DISKONTEERITUD  
RAHAVOOGUDE MEETODIL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Kristjan Liivamägi

Tallinn 2017

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Margus Kärt .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 113353TABB

Üliõpilase e-posti aadress: marguskart1@gmail.com

Juhendaja lektor Kristjan Liivamägi:

Töö vastab magistritööle/bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

ABSTRAKT .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. Ettevõtte õiglase väärtuse hinadmine.....	7
1.1. Ettevõtete väärtus ja hind.....	7
1.2. Diskonteeritud rahavood.....	8
2. Olympic Entertainment Group AS .....	16
2.1. Olympic Entertainment Group AS olemus .....	16
2.2. Olympic Entertainment Group AS finantsnäitajad .....	20
2.3. Olympic Entertainment Group AS aktsiaturgudel.....	25
3. Olympic Entertainment Group AS väärtuse hinadmine diskonteeritud rahavoogude meetodil .....	30
3.1. Ettevõtte vabad rahavood.....	30
3.2. Olympic Entertaianment Group AS kapitali kaalutud keskmine hind.....	33
3.3. Ettevõtte väärtuse hindamine.....	35
3.4. Saadud tulemuste tõlgendamine ja hinnang.....	37
KOKKUVÕTE .....	39
VIIDATUD ALLIKAD .....	41
SUMMARY .....	44
LISAD.....	46
Lisa 1. Kontserni kuuluvad ettevõtted .....	46
Lisa 1. Jätk: .....	47
Lisa 2. Kontserni struktuur seisuga 31.märts 2017.....	48

Lisa 3. Aktsionäride struktuur .....49

## **ABSTRAKT**

Käesoleva bakalaureuse töö eesmärgiks on hinnata Olympic Entertainment Group AS-i väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil. Meetodi valimisel lähtus töö autor üldlevinud hindamise meetoditest ning leidis, et kõige sobilikum on teha seda just diskonteeritud rahavoogude meetodil. Olympic Entertainment Group AS-i kui ettevõtte valik tehti töö autori poolt isiklikust huvist antud ettevõtte vastu ja viimase aja aktsiahinna suure kõikumise tõttu. Töö autori huvi oli ka uurida, kas Olympic Entertainment Group AS-i aktsia võiks sobituda tema investeerimisportfelli.

Ettevõtte hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil leitakse ettevõtte väärtus, olles seotud tulevastest vabadest rahavoogudest ning nende nüüdisväärtustest. Et paremini mõista käesolevas töös uurimise all olevat ettevõtet, on autor teinud Olympic Entertainment Group AS kontserni kohta ülevaatliku osa, mis aitab paremini mõista, millega antud ettevõtte tegeleb. Lisaks leiti kõik diskonteeritud rahavoogude meetodil hindamiseks vajalikud näitajad, ilma milleta tulemust ei ole võimalik lahti mõtestada.

Uurimistöö käigus selgub, et ettevõtte Olympic Entertainment Group AS on turgudel alahinnatud ning ettevõtte väärtus on 361,64 miljonit eurot, mis on 28,2% suurem, kui turuväärtus 2017. aasta 15. mai seisuga. Aktsia hinnaks sai töö autor 2,39 eurot ning töö koostamise hetkel oli aktsia viimane sulgemishind turgudel 1,71 eurot. Lisaks tuleb töö käigus välja, et ettevõtte aktsia hind on tundlik nii kasvumäära muutusele kui ka brutomarginaali vähenemisele.

Võtmesõnad: DCF, CAPM, FCFE, diskonteeritud rahavoogude meetod, õiglase väärtus

## SISSEJUHATUS

Viimastel aegadel üha rohkem populaarsust koguv investeerimine on toonud finantsmaailma palju elevust ning põnevust. Alustavad investorid ning juba pikemalt tegutsevad investorid otsivad kiirelt muutuvast keskkonnast erinevaid võimalusi investeringuteks ning meetoditeks, mis investorite arvates võiks oma tootluste poolest edestada turu keskmist tootlust. Hetkel on maailma majandus püstitamas uusi positiivseid rekordeid tänu millele on investorid praegusel hetkel eriti ettevaatlikud, pidades silmas eelmist majanduskriisi. See toob turgudele, eelkõige aktsiaturgudele, kaasa suurt närvilisust ning volatiilsust, sest investorid on justkui ootel, et millal tuleb uus majanduslangus. Seda kõike survestab omakorda meedia, kus praktiliselt iga päev kajastatakse, et seis on ohtlik, pingeline ning tekitab suuri küsimusi, et mis saab edasi – kas turud hakkavad kukkuma või tehaksegi loomulikult moel uusi rekordeid.

Sellises meeltesegaduses on igal investoril otstarbekas kõik endast olenev teha, et oma investeringute tootlikkust maksimeerida, neid kaitsta või leida alternatiive. Üheks variandiks aktsiaturgudel kaubeldavate ettevõtete hindamiseks on diskonteeritud rahavoogude meetod. Selle meetodi abil on võimalik investoril teha ratsionaalsemaid otsuseid ning analüüsida, kas antud ettevõttesse investeerimine tuleviku perspektiivis on mõistlik ja asjakohane. Kuna ettevõtete analüüsimise ning hindamise meetodeid on palju, leiab töö autor, et diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine on otstarbekas, sest selline meetod annab väga hea ülevaate ettevõtte väärtusest.

Selles bakalaureusetöös on uuritavaks objektiks võetud ettevõtte ja kontsern Olympic Entertainment Group AS. Antud ettevõtte valis töö autor lähtudes isiklikust huvist ettevõtte vastu ja Olympic Entertainment Group AS-i aktsiahinna kõikumisest viimastel perioodidel. Lisaks eeltoodule, arvab töö autor, et töös käsitletud ettevõtte võib olla üks potentsiaalseks aktsiaks tema investeerimisportfellis.

Antud töö eesmärgiks on autori äriarvamuslike teadmisi praktiseerida ning leida Olympic Entertainment Group AS-i õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil. Lisaks on töö autor püstitanud hüpoteesi, et Olympic Entertainment Group AS kaupleb

aktsiaturul hinnaga, mis on madalam selle tegelikust väärtusest. Selleks, et kõike seda teha, on autor toonud välja teoreetilised meetodid, kuidas diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtet hinnata. Lisaks toob välja töö autor ettevõtte üldise ülevaate, töötab läbi majandusaasta aruandeid, teeb finantsanalüüsi ning prognoosib tulevasi rahavooge. Hiljem paneb saadud tulemused diskonteeritud rahavoogude mudelisse ning analüüsib saadud hinnanguid.

Töö on jaotatud kolmeks erinevaks osaks, mis omavad omavahel seoseid ning läbi mille on võimalik jõuda autoril töö lõpptulemuseni. Esimeses osas on autor lahti mõtestanud ettevõtte väärtuse ning hindamise. Selle osa all räägitakse terminitest ning meetoditest, kuidas ettevõtteid saab hinnata ning pikemalt seletatakse lahti diskonteeritud rahavoogude meetod ning selle leidmine.

Teises osas annab töö autor ülevaate Olympic Entertainment Group AS-i olemusest. Autor koostab graafikuid lihtsamaks lugemiseks ja mõistmiseks. Välja on toodud ka suurimad osanikud ettevõttes ning kontserni kuuluvad tüdarettevõtted. Lisaks tüüakus välja ka aktsiaturgude ülevaatlik pilt, kus konkureerib ka uuritav ettevõtte. Selline lähenemine aitab nii lugejal kui ka autoril mõista, millega tegeleb ettevõtte ning mida teevad aktsiaturud praegusel hetkel.

Töö kolmandas ehk viimases osas leiab autor prognoositavad rahavood, kapitali kaalutud keskmise hinna ning diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte väärtuse. Selle osa lõpus tõlgendatakse ka saadud tulemusi ning autor annab enda hinnangu. Samuti teostatakse sensitiivsusanalüüs aktsia hinnale uurides tegurite brutomarginaali ning kasvumäära ja WACCi mõju OEGIT aktsiale.

# **1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINADMINE**

Ettevõtte väärtuse hindamine on protsess, mille käigus leitakse ettevõtte või äri majanduslik väärtus. Erinevatel põhjustel võib ettevõtte väärtus väljendada õiglast väärtust, sealhulgas arvestades müügi väärtust, uute partnerite liitumist või nende lahkumist ettevõttest. Sageli pöörduvad ettevõtte omanikud professionaalsete hindajate poole, et saada objektiivne hinnang ettevõtte väärtusele. (Investopedia)

Valdkond ettevõtte väärtuse hindamiseks hõlmab endas laiahulgaliselt erinevaid meetodeid ning erinevaid valdkondi. Töövahendid ja meetodid võivad varieeruda hindajate, ettevõtete ning ettevõtete tegevusvaldkondade vahel. Enimlevinud lähenemised ettevõtete väärtuste hindamisel sisaldavad vaateid finantsilisest olukorrast, diskonteeritud rahavoogude mudeleid ja samalaadseid ettevõtete võrdlusi. (Ibid)

## **1.1. Ettevõtete väärtus ja hind**

Üldiselt rääkides on ettevõtte väärtus erinev erinevatele ostjatele ning see võib olla ka erinev ostjale ja müüjale. Väärtust ei tohi segamini ajada hinnaga, mis oma olemuselt on kindel kokkulepitud kogus ostja ja müüja vahel ettevõtte müügi protsessis. Selline erinevus kindlate ettevõtete väärtustes võib tuleneda erinevatest põhjustest. Näiteks suur ja tehnoloogiliselt kõrgelt arenenud välisettevõtte soovib osta väga tuntud kohalikku ettevõtet, et saada sisse kohalikule turule, kasutades kohaliku brändi mainet. Sellisel juhul hindab välisettevõtte ainult kohaliku brändi väärtust, mitte tehast, masinaid, jne. sest temal endal on juba olemas kõrgelt arenenud tehnoloogia. Siiski müüja annab väga suurt väärtust oma materiaalsetele ressurssidele, sest suudab jätkata tootmist. Ostja vaatevinklist on aga tähtsaim kindlaks teha suurim väärtus, mida ollakse valmis tasuma ettevõtte eest, mida tahetakse osta. Müüja seisukohalt on vajalik välja selgitada minimaalne väärtus, mille eest ollakse valmis sellist tehingut teostama. Need on kaks figuuri, mis seisavad silmitsi üle laua läbirääkimiste



käigus niikaua, kuni lõpuks lepitakse hinnas kokku, mis tavaliselt jääb mõlema äärmuse keskpunkti. Ettevõttel võib olla ka erinevaid väärtusi erinevatele ostjatele mastaabisäästu, mitmekesisussäästu või erinevate arusaamade tõttu. (Fernandez, 2013)

Väärtuse hindamist kasutatakse mitmetel erinevatel juhtudel ning nendeks on (Ibid):

- 1) ettevõtte müügi- ja ostuprotsessidel;
- 2) börsiettevõtete võrdlemisel;
- 3) ettevõtete avalikel pakkumistel;
- 4) pärandite ja testamentide hindamisel;
- 5) lisandväärtuste loomisel tehtud töötasude arvestamise puhul;
- 6) põhiliste väärtuste identifitseerimisel;
- 7) ettevõtte eksisteerima jäämise tarvis strateegilisi otsuseid tehes;
- 8) strateegilist plaani tehes.

Juhul kui ettevõtte on noteeritud börsile ning tehakse tehinguid ei näi ettevõtte väärtuse hindamisel mingisuguseid probleeme. Lihtsalt tuleb ettevõtte osakute arv ringluses korrutada nende hinnaga ning omakapitali turuväärtus on koheselt saadud. Mitte avalikult pakutavad ettevõtted võivad ka olla müügiks ning nende hind sõltub pakkujatest. Siinkohal tekib probleem hinna ja väärtuse vahel. Põhiline erinevus seisneb selles, et ostjad ja müüjad näevad ettevõtteid erinevatest vaatenurkadest. (Capinski & Patena, 2009)

## **1.2. Diskonteeritud rahavood**

Diskonteeritud rahavoogude meetod (*Discounted Cash Flow Method*) ehk DCF aitab paremini kindlaks määratleda ettevõtte väärtust, hinnates neid rahavoogusid, mida ettevõtte tulevikus genereerib ning diskonteerides neid diskontomääraga, mis on võrdne rahavoogude riskiga. Tänapäeval kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit laialdaselt sellepärast, et see on ainuke kontseptuaalselt õige ettevõtte väärtuse hindamise meetod. Selle meetodiga vaadeldakse ettevõtet, kui rahavoogude genereerijat ning

ettevõtte väärtus on saadud, arvutades neid samu rahavoogusid nüüdisväärtuses ja kasutades sobivat diskontomäära. (Mian & Vélez-Pareja, 2013)

Diskonteeritud rahavoogude meetod põhineb detailsel ja ettevaatlikul prognoosil igaks perioodiks, mis on seotud ettevõtte rahavoogusid tekitavate tegevustega, näiteks müügitulu, personal, toormaterjalid, administratiivne tegevus, müügid jne. DCF põhineval ettevõtte väärtuse hindamisel määratletakse sobilik diskontomäär vastava tüüpi rahavoogude jaoks. Diskontomäära õige määratlemine on üks kõige tähtsamaid ülesandeid ning selleks tuleb arvesse võtta riski ning ajaloolist volatiilsust. Üldjuhul on minimaalne diskontomäär paika seatud ostjate ja müüjatega, kes mõlemad ei ole nõus tehingut tegema alla mingisuguse teatud tulu. (Fernandez, Company valuation methods, 2013)

Selleks, et ettevõtte õiglast väärtust DCF meetodil hinnata, tuleb esmalt prognoosida ettevõtte tuleviku rahavoogude summa ning arvutada selle nüüdisväärtus. Nüüdisväärtuse leidmisel peetakse silmas tulevase raha praegusesse väärtusesse arvutamisel ehk raha ajaväärtusega arvestamisega.

Raha reaalse väärtuse ajas muutumine on väga tähtis probleem finantsvaldkonnas. Erinevatel perioodidel ei ole sama suur nominaalne rahahulk sama väärtusega. Näiteks ei saa viis aastat tagasi ostetud kaupu praegusel hetkel enam sama hinnaga hankida. Raha reaalkväärtus erineb erinevatel aegadel järgnevatel põhjustel (Karlson, 2006):

- 1) Raha väärtust ajas kahandab inflatsioon ehk tarbijahindade keskmine tõus.
- 2) Hetkeemotsioonil tarbimine võrreldes tulevikus tehtuga on eelistatud psühholoogiliselt. Raha kohe omada on palju parem, kui see hiljem saada.
- 3) Rahaga on võimalik ajas teenida lisaraha. Hetkel olemasolev raha võib teenida tulevikus raha juurde. Näiteks saab raha investeerida ning teenida intressi.
- 4) Raha hõlmab endas riske. Rahatähed on riiklikult garanteeritud maksevahendid mingisuguses vääringus. Rahatähe väärtus aga võib muutuda näiteks, kui langeb kurss.

Tuleviku rahavoogusid saab arvutada järgmise valemiga (Damodaran, 2001):

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kus

$PV$  – rahavoogude nüüdisväärtus,

$CF_t$  – rahavood perioodil  $t$ ,

$t$  – perioodide arv,

$n$  – vara eluiga,

$r$  – kapitali hind ehk diskontomäär.

Nüüdisväärtuse arvutamisel tuleb kapitali hinnaks ehk diskontomääraks võtta kapitali kaalutud keskmine hind ehk WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). WACC näitab erinevate kapitaliliikide hindade kaalutud keskmist. See on ka tulunorm, mida peab teenima ettevõtte, et rahuldada kapitali kulu ning seda peetakse ka tulunormiks ettevõtte jätkusuutlikuks toimimiseks. (Mäeküla, 2014) Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamiseks kasutatakse järgmist valemit (Pedell, 2006):

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times r_e + \frac{D}{E + D} \times r_d \quad (2)$$

kus

$E$  – omakapitali turuväärtus,

$D$  – võlakapitali turuväärtus,

$r_e$  – omakapitali hind,

$r_d$  – võlakapitali hind,

WACCi valemis on esitatud omakapitali turuväärtus ning võlakapitali turuväärtus. Tänu sellele valemile on võimalik näha erinevate kapitalide omavahelist suhet.

Omakapitali arvutamiseks kasutatakse väga laialdaselt CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) ehk finantsvarade hindamise mudelit. CAPM on Markowitzi portfelliteoorial ja Tobini eraldusteoreemil ning muude kitsendavate eeldustega turu tasakaalumudel. Selline finantsvarade hindamise mudel on kujunenud üheks populaarseimaks diskonteerimismäära hindamise meetodiks, kuigi praktikas pole paljud eeldused selleks täidetud. (Sander, Lukason, & Kask)

CAPM valemi järgi on näha, et oodatav tulu varalt on seotud riskiga ning mõõdetud beetana (Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2007):

$$R_i = R_f + \beta_i [R_m - R_f] \quad (3)$$

kus

$R_i$  – omakapitali oodatav tulumäär,

$R_f$  – riskivaba investeringu tulumäär,  
 $R_m$  – aktsiaturgude keskmine omakapitali tulumäär,  
 $\beta_i$  – väärtpaberi suhtelist riski mõõtev beetakordaja.

Antud valemis nimetatakse nurksulgudesse jääv väärtus turu riskipreemiaks, oodatav tulu turult miinus riskivaba tulumäär (Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2007). Risk tekib siis, kui ei ole teada teatud tegevuse väljundit. Riski tuntakse rahanduses ka, kui kõikide võimalike rahaliste vahendite variatsioonina. Rahanduses riski olemasolu ei tähenda kaotust, vaid teadlikkust sellest, et väljundid võivad tegelikust tulemusest erineda. (Doherty, 2000)

Beeta ( $\beta$ ) mõõdab CAPM valemis väärtpaberi süstemaatilist riski. Süstemaatilist riski ei ole võimalik portfellis hajutada kasutades selleks erinevaid väärtpaberite kombinatsioone. Ainsaks väärtpaberi oodatavaks tulususe kujundavaks faktoriks antud mudelis on tururisk. See tuleneb sellest, et kui spetsiifilist riski suudetakse piisavalt palju diversifitseerida, siis ei ole teistel faktoritel mõju väärtpaberi oodatavale tulususele. (Haritonov, 2004)

CAPM valemis olevat Beetat ( $\beta$ ), mis näitab tundlikust aktsia hinna ning turu vahel, saab arvutada sellise valemiga (Levy, 2002):

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i R_m)}{\sigma_m^2} \quad (4)$$

kus

$\beta_i$  – beetakordaja,

$R_i$  – väärtpaberi tulumäär,

$R_m$  – turuportfelli m tulumäär,

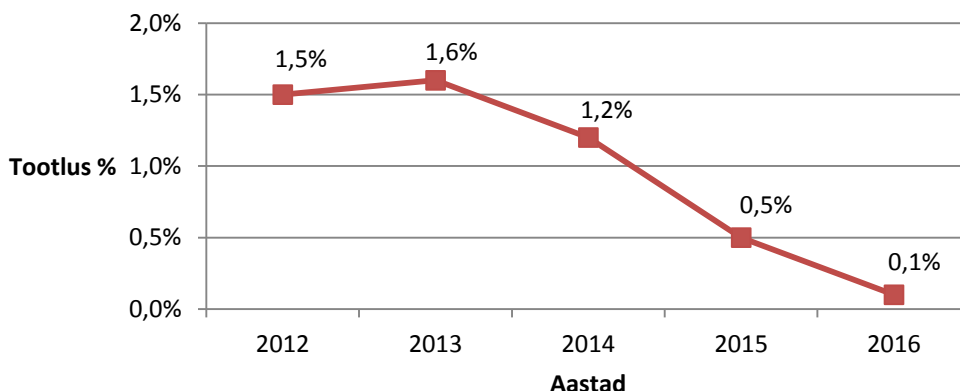
$Cov(R_i R_m)$  – väärtpaberi ja tulumäära omavaheline kovariatsioon,

$\sigma_m^2$  – turuportfelli m tulumäära standardhälve.

Turuportfellide ja väärtpaberite tulusused ei ole tegelikkuses otseselt mõõdetavad. Üldjuhul eeldatakse, et investorite ootused tuleviku tulude suhtes tuginevad tugevasti aktsia mineviku infole. Selline lähenemine võimaldab anda hinnangulist ootust tuleviku suhtes.  $R_m$  ehk aktsiaturgude keskmine omakapitali tulumäär on kõikide eelduste kohaselt nihketa hinnang oodatavale väärtusele. Staatiline CAPM mudel aga eeldab, et riskitase ja riskipreemia püsib muutumatuna. Samas tuleb tõdeda, et erinevad uurimused näitavad, et riskipreemia siiski muutub ajas. (Hansson & Hördahl, 1997)

Riskivaba tulumäär on tulu, mille puhul investor ootab tootlust ning millel puudub risk. Tulumäära riskivabal tulul leitakse kasutades riiklike pikaajaliste võlakirjade tootlikust. Kuna Eesti riik ei ole emiteerinud pikaajalisi võlakirju, leiab Konkurentsiamet riskivaba tulumäära arvutamisel Saksamaa 10-aastase võlakirja 2012-2016 aasta keskmise tulususe ehk intressimäära viimase viie aasta jooksul. Keskmisele võlakirja tulususele lisatakse omakorda Eesti riigiriski preemia. Saksamaa pikaajalised võlakirjad on vastavaks arvutuseks sobilikud, sest tegu on eurosooni ühe suurima riigiga ning 10-aastane võlakiri on oma olemuselt sarnasem aktsiatega, kui seda on üheaastane võlakiri. (Konkurentsiamet, 2016)

### Saksamaa 10-aastase võlakirja aastased tulusused



Joonis 1 Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmised tulusused

Allikas: Autori koostatud, (OECD, 2016)

Eesti riigi riskipreemiaks on määratlenud Eesti Pank rahahulga, mida peab Eesti riik raha laenates rahvusvaheliselt turult maksma rohkem riigist, kellel on Eesti riigist parem maksevõime reiting ehk hinnang. Kõige lihtsamini on see mõõdetav valitsuste võlakirjaintresside määrade erinevustega. Eestil selliseid pikaajalisi võlakirju pole, mida saaks

teistega võrrelda. Samas oli võimalik varasemalt hinnata riigiriski rahaturuintresse võrreldes ning nende alusteks võeti Euribori ja Talibori noteeringute vahe. (Konkurentsiamet, 2016)

A.Damodarani poolt kogutud ning koostatud andmebaasist võib leida Eesti CDS (*Credit Default Swap*) turul kujunevaks riskipreemiaks 1% (seisuga 10.04.2017). Lisaks tuleb siinkohal ära mainida, et Eesti riigi reitinguks on AA-/A1 vastavalt S&P/Moody's hinnangutele. (Damodaran, Equity Risk Premiums by Country, 2017)

Üks kõige suuremaks arutelu temaatikaks finantssektoris on turu riskipreemia ning riskivaba tulumäära vahe. Aktsiate suutlikkus edestada võlakirju pikal perioodil omab suurt mõju ettevõtte väärtusele, portfelli kompositsioonile ning pensionisäästudele. Nagu ka aktsiate oodatava tulu puhul ei ole ka oodatav turu tulumäär täielikult ettearvatav. Ükski praeguse aja mudeleid ei suuda täpselt hinnata turu riskipreemiat. Siiski tuginedes varasematele tõestusmaterjalidele, usutakse, et turu riskipreemia varieerub jätkusuutlikult 4,5%-i ja 5,5%-i vahel. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010)

Esimene samm võlakapitali hinna leidmisel on määrata ära võlausaldajate poolt soovitud tulumäär ( $r_d$ ). Kuigi  $r_d$  leidmine on kontseptuaalselt suhteliselt otsekohene tegevus, tekivad praktikas ikkagi mõningad väljakutsed. Ettevõtted kasutavad nii fikseeritud, kui ka ujuvat laenuintressi, pikaajalist laenu ning lühiajalist laenu. Igal laenul võib olla mingisugusel määral erinev hind. (Ehrhardt & Brigham, 2011)

Ettevõtte vabad rahavood (*FCF - Free Cash Flow*) näitavad ettevõtte finantsvõimekust. Lisaks näitab FCF, kui jätkusuutlik on ettevõtte peale vajalike kulutuste tegemist. Peale kulutuste tegemisi üle jääv raha ongi vaba rahavoog ning seda kasutatakse ettevõtte laiendamiseks, uute toodete välja töötamiseks, dividendi makseteks ning võlgade tasumiseks. Ettevõtte vabasid rahavoogusid arvutatakse järgmise valemi järgi (Investopedia):

$$EBIT \times (1 - \text{maksumäär}) + \text{Kulum} - \text{Käibekapitali muutus} - \text{Investeeringud põhivarasse} \quad (5)$$

kus

*EBIT* – Kasum enne intresside ja maksude maksmist

Ettevõttele rahavoogusid prognoosida igavesti on praktiliselt võimatu ning seda tehakse ainult kasvu perioodiks. Peale kasvu perioodi tuleb kalkuleerida väärtus selle perioodi lõpus. (Damodaran A. ) Selleks, et leida väärtus kasvuperioodi lõpus, leitakse terminaalkväärtus (*TV- Terminal Value*) järgmise valemi abil (Beitel, 2016):

$$TV = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g} \quad (6)$$

kus

*TV* – Terminaalkväärtus

*FCFF<sub>t+1</sub>* - Viimasele perioodile järgnevad vabad rahavood

*WACC* – Kapitali kaalutud keskmine hind

*g* – Jätkukasvumäär

Eelolev valem on peepertuiteet, aga omab endas mõnda lisandit. Esiteks on selles valemis kasutatud vabadeks rahavoogude alguseks hoopiski rahavoogusid, mis tekivad viimase perioodi lõpus. Teiseks on lahutatud maha kapitali kaalutu keskmisest hinnast jätkusuutlik kasvumäär, sest nad omavad üksteise suhtes vastandlikku mõju. Kasvumäär ehk *g* omab antud valemis multiplikaatori efekti, mis suurendab üleüldist väärtust. Piiranguks antud velmi puhul on see, et *g* ei tohi ületada *WACC*-i, sest sellisel juhul jõuaks väärtus lõpmatuseni.(Ibid)

Leitud rahavood diskonteeritakse ning tulemusele lisatakse veel rahavoogude terminaalkväärtus  $TV$ . Silmas tuleb pidada seda, et peale kalkuleeritud rahavoogusid eeldatakse, et ettevõtte rahad kasvavad lõputult. Ettevõtte edasine kasv ei saa olla suurem, kui on vastava ettevõtte majandussektoris üldine majanduskasv. Üldjuhul võetaksegi vastava sektori majanduskasv ning arvutatakse selle põhisealt. Ettevõtte väärtuse leidmise valem koos terminaalkväärtusega on järgmine (Damodaran A. , Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value, 2002):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n} \quad (7)$$

kus

$PV$  – rahavoogude nüüdiseväärtus,

$CF_t$  – rahavood perioodil  $t$ ,

$t$  – perioodide arv,

$n$  – vara eluiga,

$WACC$  – diskonteerimismäär,

$TV$  – terminaalkväärtus.



## **2. OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP AS**

### **2.1. Olympic Entertainment Group AS olemus**

Olympic Entertainment Group AS (OEG) ja selle tütarettevõtted on juhtiv hasartmänguteenuste osutaja Eestis, Lätis ja Leedus ning opereerib kasiinosid Slovakkias, Itaalias ja Maltal. Kontserni tegevuse strateegiline juhtimine ning finantseerimine toimub läbi põhivaldusühingu Olympic Entertainment Group AS-i. Kõikide kasiinode tegemisi juhivad erinevad kontserni kuuluvad tütarettevõtted. Tabelina on välja toodud tütarettevõtted lisades (vt Lisa 2). (Olympic Entertainment Group AS, 2017)

Ettevõtte aktsiad on noteeritud Varssavi ja Tallinna börsil (OMX: OEG1T / WSE: OEG). 2017 aasta esimese kvartali andmetel kuulus kontserni 120 kasiinot ning 31 panustamispunkti. Kõik kontserni kuuluvad ettevõtted on välja toodud tabelina (vt Lisa 1). Olympic Entertainment Group AS annab seitsmes erinevas riigis kokku tööd 3023-le inimesele. Kasiinode jaotamine riikide järgi on järgmine(Ibid):

- 1) Eesti – 24 kasiinot
- 2) Läti – 54 kasiinot
- 3) Leedu – 18 kasiinot
- 4) Slovakkia – 8 kasiinot
- 5) Itaalia – 15 kasiinot
- 6) Malta – 1 kasiino

Olympic Entertainment Group AS visiooniks on olla globaalne kasiinokeskuste ja meelelahutuskeskuste operaator, keda tuntakse eelkõige suurepärase disaini ja teeninduse poolest. Missiooniks aga pakkuda meelelhuslikku ja kvaliteetset kasiinoelamust ning nüüdisaegseid hasartmänge aktiivsetele ning klientidele head teenindust sõbralikus ja turvalises keskkonnas, domineerides oma hea tunde ja mainega kõikjal, kus nad tegutsevad tulevikus ja täna. (Ibid)

Järgnevas tabelis on näha, et ettevõtte kasiinode arv esimese kvartali seisuga on 120 tk ning pinda nende jaoks on 39 083 ruutmeetrit. Lisaks on ettevõttel panustamispunkte kokku 31 tükki ning need on mahtudatud 838le ruutmeetrile. Kontsernil on kokku töötajaid 3 023, mänguautomaate 4200 tükki ning mängulaudade arv on 167.(vt Tabel 2-1-1)

Tabel 2-1-1. Ettevõtte erinevad tegevusnäitajad 2017 I kv

Kasiinode arv	tk	120
Kasiinode pind	m2	39 083
Panustamispunktide arv	tk	31
Panustamispunktide pind	m2	838
Töötajad	in	3 023
Mänguautomaatide arv	tk	4 200
Elektroonilise ruleti terminalide arv	tk	180
Mängulaudade arv	tk	167
Turniiripokkeri mängulaudade arv	tk	66

Allikas: (Olympic Entertainment Group, 2017)

Ettevõtte juhatus on kaheliikmeline, igapäevaselt iseseisev ning lähtub aktsionäride parimatest huvidest. See tagab ettevõtte jätkusuutliku arengu vastavalt eesmärkidele ja strateegiale. Juhatus tagab ka riskijuhtimise protseduuride toimimise ning sisekontrolli. Ettevõtte nõukogu valib juhatuse liikmed kolmeks järjestikkuseks aastaks. Juhatuses esimees ning tegevdirektor on Madis Jääger, kellele kuulub ka 75 000 OEG1T aktsiat. Lisaks on juhatuses Meelis Pielberg, kes on maapealsete kasiinooperatsioonide juht – temale kuulub 50 000 OEG1T aktsiat.

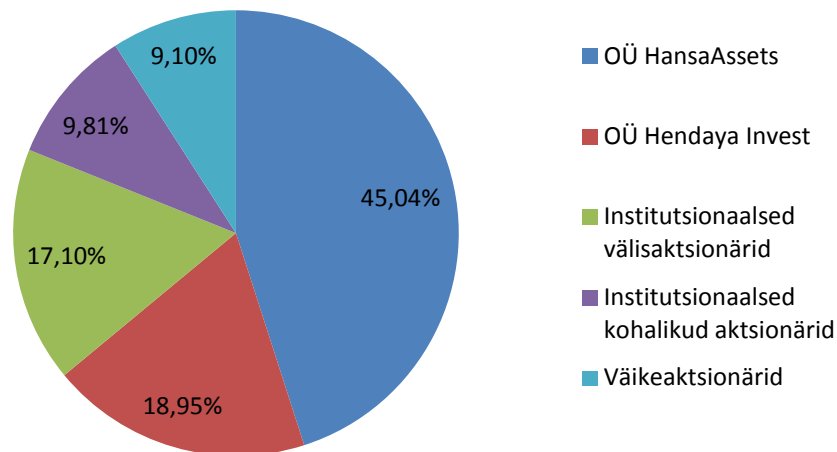
Lisaks juhatuse liikmete osaluste ettevõttes on suured osalused ka nõukogu liikmetel, kellele kokku kuulub üle 96 miljoni aktsia. autor välja toonud ka suurimad aktsionärid Olympic Entertainment Group ASis. Suurimad aktsionärid on olnud ettevõttes juba pikemat aega. OEG suurimateks aktsionärideks seisuga 31.märts 2017 on (vt Tabel 2-1-2):

Tabel 2-1-2 Suurimad aktsionärid

<b>Aktsionär</b>	<b>Osalus</b>
OÜ HANSAASSETS	45,04%
OÜ Hendaya Invest	18,95%
STATE STREET BANK AND TRUST OMNIBUS ACCOUNT A FUND NO OM01	2,57%
RBC INVESTOR SERVICES BANK / LUX-NON RESIDENTS / DOMESTIC RATE	1,86%
Central Securities Depository of Lithuania	1,62%
CITIBANK ( NEW YORK) / GOVERNMENT OF NORWAY	1,26%
SEB S.A. CLIENT ASSETS UCITS	1,16%
J.P.MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A/ JPML SA RE UCITS CLIENTS ASSETS	1,12%
FIREBIRD REPUBLICS FUND LTD	1,11%
THE NORTHERN TRUST COMPANY/ HARDING LOEVNER FRONTIER EMERGING MARKETS PORTFOLIO	0,90%

Allikas: Autori koostatud, (Olympic Entertainment Group AS, 2017)

Kõige suuremaks osanikuks on OÜ HansaAssets, kes omab natukene alla poole ettevõttest ehk 45,05%. Teiseks ettevõtteks, kelle võib siinkohal välja tuua on OÜ Hendaya Invest, mis omab 18,95% aktsiatest ning on aktsionäride osaluse suuruselt teisel kohal. Institutsionaalsetest aktsionäridest omavad kohalikest aktsionäridest suuremat osa välisaktsionärid. Kõige väiksem osakaal struktuuride järgi on väikeaktsionäridel, mis on tavapärane ka teiste börsil kaubeldavate ettevõtete näol. Kontserni aktsionäride struktuur graafiliselt on aga järgmine (vt Joonis 2):



Joonis 2. Aksionäride struktuur

Allikas: Autori koostatud, Lisa 3 andmetel

2016. aastal suurimaks muudatusteks oli Poola ning Valgevene operatsioonide sulgemine. Poola segmendi ärikahjum ulatus 2016. aastal 7,8 miljoni euroni. Peamiseks põhjuseks tegevuse külmutamiseks selles piirkonnas oli viia miinumumini jooksvad kulud. Valgevenes aga tekkis 2016. aastal ärikahjum suuruses 1,5 miljonit eurot. Sellest kahjumist enamuse osa (1,3 miljonit eurot) moodustasid kursikahjumid. Kontsern on teatanud lahkumisest Valgevene hasartmänguturul ning põhjendab seda kehvade väljavaadetega kasumlikkuse suurendamiseks Valgevenes ning halvast makromaaajanusest tingitud kehvadest optimeerimisvõimalustest. (Olympic Entertainment Group, 2016)

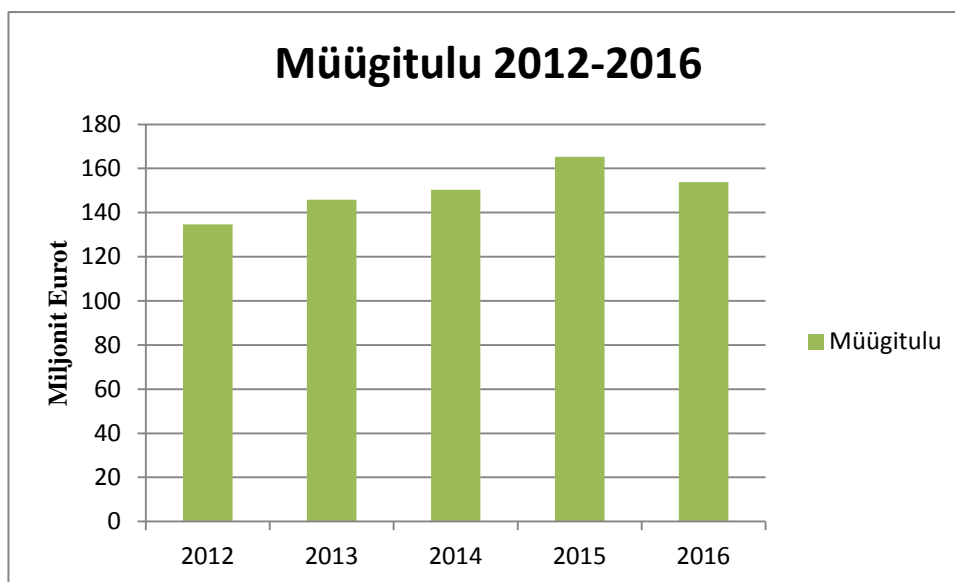
Ettevõttel on 2017. aasta tähtsaimateks eesmärkideks määratud (Olympic Entertainment Group, 2016):

- Suurendada ettevõtte turuosa kõikidel olemasolevatel turgudel;
- leida uusi võimalusi ja ideid kontserni äritegevuse suurendamiseks;
- positsioneerida paremini internetipõhiste teenuste pakkujana ja luua sünergia täiendus teiste kontserni ettevõtetega.

## 2.2. Olympic Entertainment Group AS finantsnäitajad

Käesolevas alapeatükis toob autor välja erinevaid ettevõttega seotud finantsnäitajaid, saamaks paremat ettekujutust ettevõtte finantsidest. Saadud andmeid meeles pidades on autor teinud hiljem ka arvutusi ning on neid arvesse võtnud ka ettevõtte hindamisel.

Olympic Entertainment Group AS kontserni müügitulud on kasvanud regulaarselt aastatel 2012-2015, samas on 2016. aastal tulnud 7% langus. 2016. aasta müügitulude langus oli seotud ka Valgevene ning Poola turgudel tegutsemise lõpetamine. Müügitulude trend on vaatamata viimase aasta langusele püsinud positiivsena. 2012. aasta ja 2016. aasta müügitulude muutus on +14%. (vt Joonis 3)

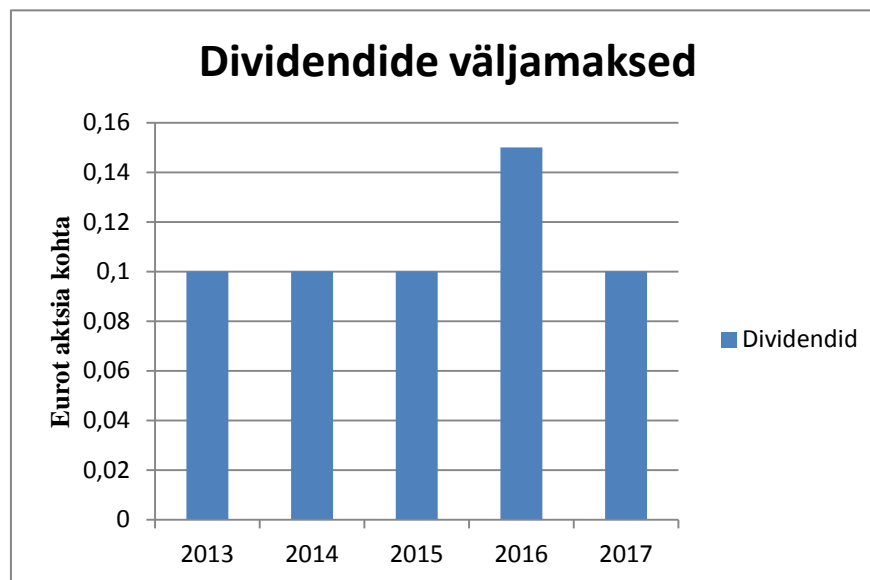


Joonis 3 Olympic Entertainment Group AS Müügitulud

Allikas: Autori koostatud, (Nasdaq, 2017)

Kontsernil ei ole kohustust ega pea regulaarselt välja maksuma dividende. Kasumi jaotamist soovitab juhatus lähtudes finantstulemustest, käibekapitali nõuetest, investeerimisvajadustest ning strateegilistest kaalutustest. (Olympic Entertainment Group, 2017) Alates 2013 aastast on ettevõtte välja maksnud igal aastal dividende. 2016 aastal on makstud kõige suurem summa dividende ühe aktsia kohta, ehk 0,15 eurot. Teistel aastatel on otsustatud juhatuse poolt maksta osanikele 0,1 eurot aktsia kohta dividende. (vt Joonis 4) 2015 aastal maksti välja aktsionäridele dividende kogusummas 15 179 120,6 eurot ning 2016.

aastal oli väljamaksete kogusummaks 22 768 680,9 eurot (Olympic Entertainment Group, 2016).



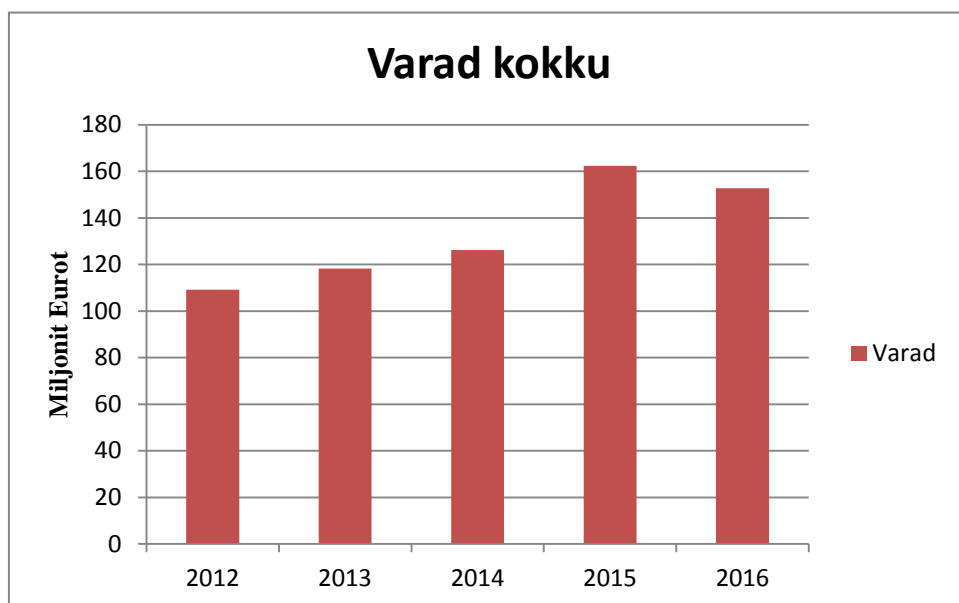
Joonis 4. Dividendide väljamaksed 2013-2017

Allikas: Autori koostatud, (Olympic Entertainment Group, 2017)

Olympic Entertainment Groupi kontserni konsolideeritud bilansimaht oli seisuga 31.12.2016 152,7 miljonit eurot ning võrreldes eelneva aastaga on seda 9,6 miljonit vähem ehk 5,9%. Varadest moodustasid käibevarad 45 miljonit eurot ehk 29,5% varadest. Põhivarade maht bilansimahust on 70,5% ehk 107,7 miljonit eurot. Omakapital oli bilansipäeval 129,9 miljonit eurot ning kohustuse ulatusid 22,8 miljoni euron. Kogu kontserni kohustustest moodustasid suurimad osad kohustused tarnijatele ja tarnijate ettemaksed (7,7 miljonit eurot), maksukohustused (6,1 miljonit eurot), ja kohustused töövõtjatele (4,9 miljonit eurot). (Olympic Entertainment Group, 2016)

Ettevõtte varade maht on olnud pidevas tõusus aastatel 2012 kuni 2015 (vt Joonis 5). 2016. aastal hinnati materiaalsel põhivara alla 616 tuhat eurot ning sellega on seotud varade allahindlus Poolas, kuna sealne tegevus klassifitseeriti lõpetatuks. Lisaks kanti 2016. aastal maha põhivara, mille jääkmaksumus oli 242 tuhat eurot. Kui võrrelda 2015. aasta maha kantud põhivara jääkmaksumust (154 tuhat eurot) 2016. aasta omaga, siis nende muutus on +57%. Varade muutus 2012 ja 2016 aasta vahel on +39,8%. Lisaks hinnati alla immateriaalsel

põhivara 2016. aastal summas 7 392 tuhat eurot, millest suurem enamus ehk 6 991 tuhat eurot oli Poolas tegevuse lõpetamisega. (Olympic Entertainment Group, 2016)



Joonis 5. OEG varad kokku

Allikas: Autori koostatud, (Nasdaq, 2017)

Alljärgnevas on töö autor välja toonud erinevaid OEG tegevusnäitajaid esimestel kvartalitel viimase kolme aasta jooksul. Tabelist on näha, et müügitulu on kasvanud igal järjestikusel aastal (vt Tabel 2-2-1). Neto müügitulude muutus 2015. aasta ja 2017. aasta esimese kvartaliga on 25,9%. Samuti on tõusnud nendel perioodidel ka EBITDA, samas on vähenenud ärikasum ja ka ettevõtte puhaskasum.

Tabel 2-2-1. Kontserni tegevusnäitajad (miljonites eurodes)

	I kv 2017	I kv 2016	I kv 2015
Müügitulud enne hasartmängumaksu	51,5	48,9	41,9
Hasartmängumaksud	-11,2	-11,3	-9,9
Neto müügitulud	40,3	37,6	32
EBITDA	9,8	9	8,8
Ärikasum	6,8	6,5	7
Puhaskasum	5,6	5,5	5,8

Allikas: (Olympic Entertainment Group, 2017)

Olympic Entertainment Group AS kontserni puhaskasumid aastatel 2012 kuni 2016 on olnud kogusummas 131,3 miljonit eurot. Kõige väiksem puhaskasum nendel aastatel on olnud 2014. aastal, mil ettevõtte teenis puhaskasumit 22,4 miljonit eurot. Alates 2014. aastast on ettevõtte suurendanud oma investeeringuid kaks kuni kolm korda võrreldes 2013. aastaga. Kui vaadata raha ja raha ekvivalente perioodide lõpus, siis on näha, et ettevõtte on hoidnud seda taset umbes 35 miljoni euro ning 45 miljoni euro vahel. See suurus oleneb ilmselt suuresti, kuidas plaanitakse järgneval aastal kontserni tegevust. (vt Tabel 2-2-2)

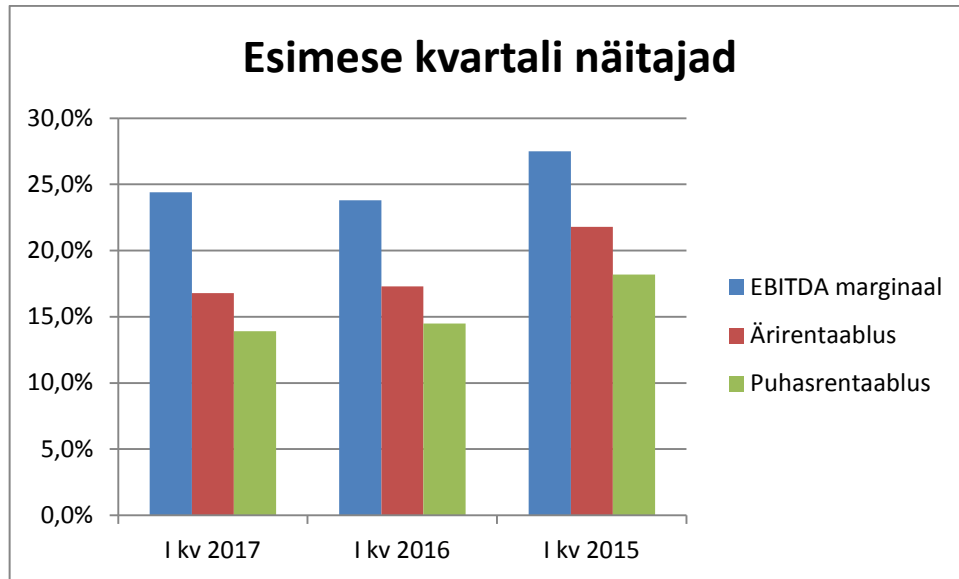
Tabel 2-2-2. Ettevõtte rahavood aastatel 2012-2016 (tuhandetes eurodes)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Perioodi puhaskasum</b>	25 019	26 924	22 429	27 085	29 806
<b>Rahavood äritegevusest kokku</b>	34 678	35 493	32 492	37 063	34 517
<b>Rahavood investeerimistegevusest kokku</b>	-10 705	-9 005	-22 873	-34 455	-25 313
<b>Rahavood finantseerimistegevusest kokku</b>	-21 423	-17 872	-14 118	-8 062	-6 012
<b>Rahavood kokku</b>	2 550	8 616	-4 499	-5 454	3 192
<b>Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus</b>	35 973	44 582	40 117	34 710	37 933

Allikas: (Olympic Entertainment Group, 2016)

Kolme viimase aasta (2015-2017) EBITDA ehk kasumi ennem finantstulusid ja – kulusid ning amortisatsiooni suhe müügituludesse esimestel kvartalitel on olnud vahemikus 23,8% 2016. aastal kuni 27,5% 2015. aastal. Jooniselt võib näha ka ärirentaabluse ehk ärikasumi suhet müügituludesse ning puhasrentaabluse ehk ettevõtte puhaskasumi suhet müügituludesse vähenemas kolmel järjestikusel aastal samadel perioodidel. (vt Joonis 6)





Joonis 6. Esimese kvartali näitajad 2015-2017

Allikas: (Olympic Entertainment Group, 2017)

OEG varade maht viimaste andmete seisuga on 158,4 miljonit eurot ning omakapitali maht on 135,6 miljonit eurot. Kui vaadata ROE ehk omakapitali rentaablust, siis 2017 aasta esimese kvartali andmetel on see suhe 4,7%. See näitab, et iga omakapitali all olev euro tõi ettevõttele 4,7 eurot kasumit. Näitaja ROA ehk koguvarade puhasrentaablus on langenud võrreldes 2015. aasta seisuga, ning näiduks on 3,6%, mis tähendab, et iga vara all olev euro teenis ettevõttele 3,6 senti kasumit. (vt Tabel 2-2-3)

Tabel 2-2-3. Esimese kvartali suhtarvud aastatel 2015-2017

		I kv 2017	I kv 2016	I kv 2015
Varad	mln eurot	158,4	169,9	135,5
Omakapital	mln eurot	135,6	127,2	115,6
ROE	%	4,7	4,3	5,1
ROA	%	3,6	3,3	4,4
Lühiajalise võlgnevuse kattekoraja	korda	2,4	1,4	2,8

Allikas: (Olympic Entertainment Group, 2017)

### 2.3.Olympic Entertainment Group AS aktsiaturgudel

Olympic Entertainment Group AS aktsiad on noteeritud Tallinna börsil algusega 23. oktoober 2006. Hiljem, 26.september 2007 hakati kaupleva ettevõtte aktsiatega Varssavi börsil. Antud ettevõtte väärtpaberi lühinimi on OEG1T ning ettevõttel on registreeritud aktsiakapitali kogusuuruseks 60 716 482,40 eurot, aktsiakapital on aga jaotatud 151 791 206 lihtaktsiaks, mille arvestuslik väärtus on 0,40 eurot iga aktsia kohta (vt Tabel 2-3-1). (Olympic Entertainment Group, 2017)

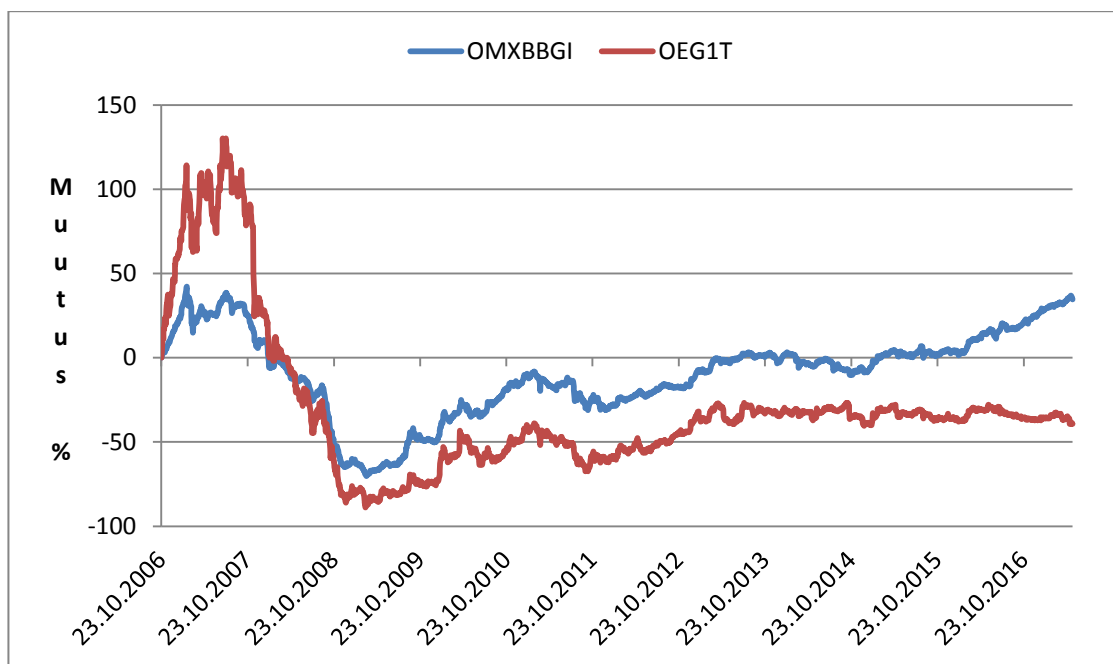
Tabel 2-3-1. Väärtpaberi informatsioon

Väärtpaberi informatsioon	
<b>ISIN</b>	EE3100084021
<b>Väärtpaberi lühinimi</b>	OEG1T
<b>Nimekiri/segment</b>	BALTIC MAIN LIST
<b>Emitent</b>	Olympic Entertainment Group (OEG)
<b>Emiteeritud väärtpabereid</b>	151 791 206
<b>Noteeritud väärtpabereid</b>	151 791 206
<b>Noteerimise kuupäev</b>	23.10.2006

Allikas: (Nasdaq, 2017)

Joonisel 7 on autor välja toonud Balti võrdlusindeksi OMXBBGI ning Olympic Entertainment Group AS aktsia OEG1T muutused protsentides, et näha nende dünaamikat ajavahemikul 23. oktoober 2006 kuni 16. mai 2017 (vt Joonis 7). OMXBBB hõlmab endas kõiki sektoreid ning katab enim kaubeldud ning suurimaid aktsiaid Balti väärtpaberiturul. Väärtpaberi osakaalud indeksis põhinevad vabalt kaubeldavate aktsiate osakaaluga ja selle korrigeeritud turuväärtusel. Indeksi koosseisu on kalkuleeritud ainult kaubeldav osa aktsiakapitalist. Sellise võrdlusindeksi eesmärgiks on pakkuda erinevatele turuosalistele kuluefektiivse jälgendamise võimalust ja see indeks sobib investoritele võrdlusindeksiks kasutamiseks. (Nasdaq, 2017)

OEG1T hinna muutus on olnud palju volatiilsem, kui on olnud OMXBBGI. Jooniselt on näha ka, et OEG1T on käinud majanduslanguse perioodil palju sügavamal languses, kui OMXBBGI. Peale majanduslangust tõusuperioodile pöördudes on mõlematel muutused olnud väga sarnased ning alles 2016. aastal võib näha, et OEG1T kasv on hakanud maha jääma Balti võrdlusindeksist ning jätkanud pigem külgsuunalist liikumist. (vt Joonis 7)



Joonis 7. OMXBBGI ja OEG1T hinna muutus 2006-2017

Allikas: (Nasdaq, 2017)

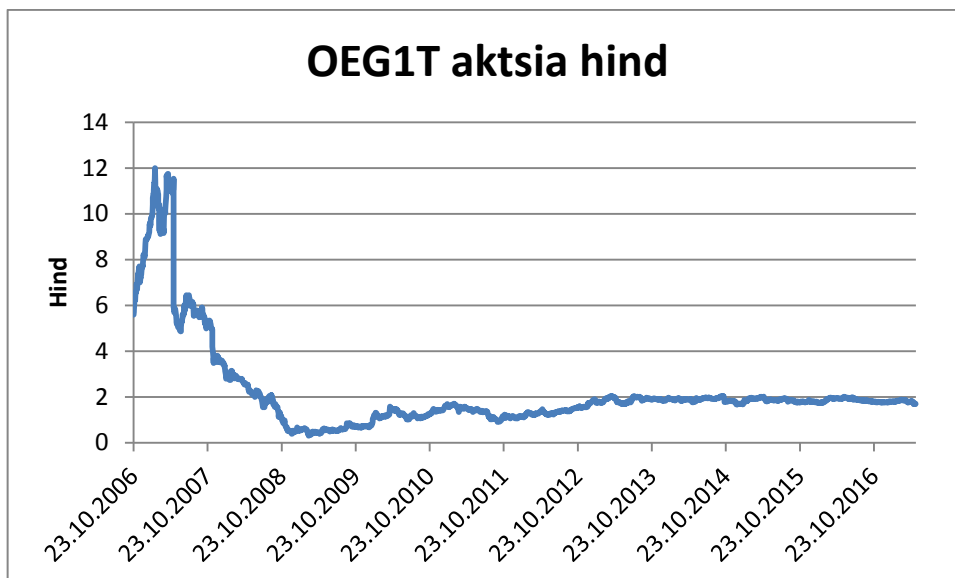
OEG1T aktsia hind aastatel 2013-2017 on olnud kõrgeim 2013. ja 2014 aastal, kui hind kerkis 2,06 euro juurde aktsia kohta. Kõige aktiivsemalt kaubeldi OEG1T aktsiatega nendel aastatel 2013. aastal, kus käive ulatus üle 50 miljoni euro. Tabelist on ka näha, et turuväärtus on olnud 2013. aastal kõige suurem, tingitud ilmselgelt suurest kaubeldud väärtpaperite mahust. (vt Tabel 2-3-2)

Tabel 2-3-2. OEG1T kauplemisajalugu aastatel 2013-2017

<b>Väärtpaberi kauplemisajalugu</b>					
<b>Hind</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Avamishind	1,79	1,86	1,7	1,79	1,78
Kõrgeim	2,06	2,06	2,02	2,02	1,89
Madalaim	1,68	1,66	1,67	1,73	1,75
Viimane	1,86	1,7	1,79	1,78	1,79
Kaubeldud väärtpabereid	26 938 802	19 637 838	16 571 997	19 511 231	8 196 927
Käive, mln	50,41 EUR	37,04 EUR	30,59 EUR	36,42 EUR	14,87 EUR
Turuväärtus, mln	281,47 EUR	258,05 EUR	271,71 EUR	270,19 EUR	271,71 EUR

Allikas: (Nasdaq, 2017)

Alljärgneval joonisel on näha OEG1T aktsia sulgemishinna liikumist läbi aktsia ajaloo. Aktsia börsile tuleku päeval 23. oktoober 2006. aastal oli aktsia hind 5,6 eurot. Aktsia tipphetk oli 2007. aastal 6. veebruaril, mil hinnaks kujunes 12 eurot. Ehk selles ajavahemikus oli hind tõusnud 114%. Aktsia madalaim hind läbi selle ajaloo on olnud 0,39 eurot ning see oli 2008. aasta 12. detsembril. Hinna muutus alates börsile tulekust ning seisuga 16.mai 2017 on -30,4%. (vt Joonis 8)

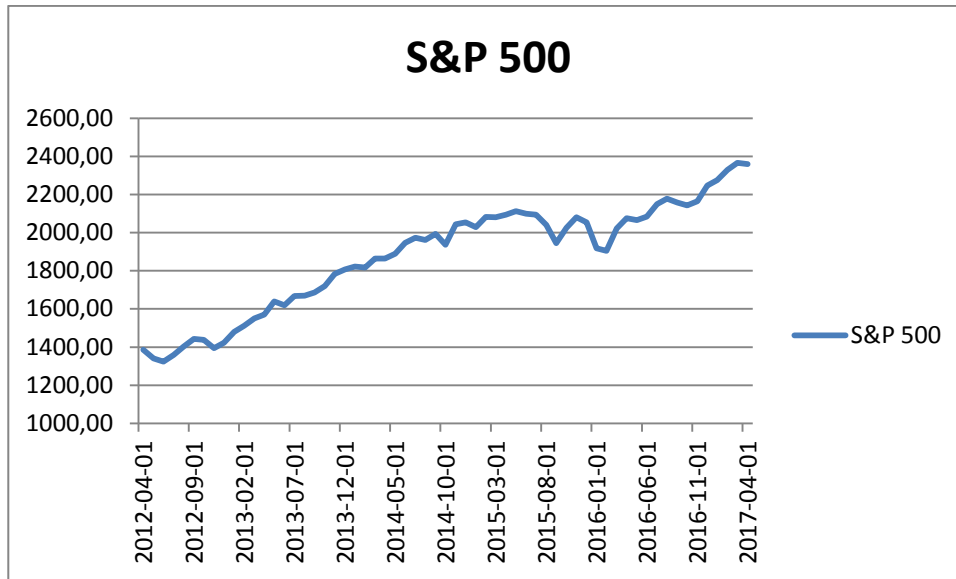


Joonis 8. OEG1T aktsia hind

Allikas: (Nasdaq OMX Nordic, 2017)

S&P 500 indeks on Ameerika Ühendriikide 500. suurima turumõjutavate ettevõtete liikumist ühendav näitaja. See indeks on kõige täpsem näitaja hindamiseks USA suurimate ettevõtete väärtusi aktsiaturgudel. Sellesse indeksisse on kaasatud suuretted, keskmised ettevõtted ning ka väiksemad ettevõtted, mis annavad objektiivsemat hinnangut. Alates 1928 aastast kuni 2014 aastani on selle indeksi keskmine tõus olnud ligikaudu 10% aastas. Kuigi kui arvata, et praegu omada S&P 500 aktsiaid ning kahekordistada raha iga 10e aasta tagant oleks vale järeldus. (Investopedia, 2017)

Alloleval joonisel on välja toodud S&P 500 indeksi liikumine 2012 kuni 2017 aastatel. Paljude investorite meelest peegeldab see suuresti ka maailma majandust. Töö autor on lisanud selle indeksi, et oleks ka ülevaatlik pilt maailma majandusest toimuvast. Kui vaadata 2012. aasta aprilli kuu seisu ning S&P 500 väärtust 2017. aasta aprillis, siis on näha, et indeks on jõudsalt kasvanud, mis näitab, et majandus on olnud heal järjelt. Selle perioodi väärtuse tõus on olnud 59,3%, mis on märkimisväärne tulemus kuue aasta jooksul. (vt Joonis 9)



Joonis 9. S&P 500 2012-2017 aastatel

Allikas: Autori koostatud, (Federal Reserve Bank of St.Louis, 2017)

### **3. OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP AS VÄÄRTUSE HINADMINE DISKONTEERITUD RAHAVOOGUDE MEETODIL**

#### **3.1. Ettevõtte vabad rahavood**

Lähtudes Olympic Entertainment Group AS konsolideeritud aruandest 2016. aasta kohta, võib väita, et kontsernil on müügitulud jätkuvalt tõusuteel. 2016. aastal oli neto müügitulud ja muud äritulud kokku 179,5 mln eurot ning võrreldes 2015. aasta sama näitajaga on need tulud tõusnud ligi 31%. Nagu konsolideeritud aruandest võib lugeda, siis muude äritulude suurim tulu on tekkinud 2016 aastal kinnisvaraobjekti (praegune Hiltoni Hotell) müügist summas 17,837 mln eurot. (Olympic Entertainment Group, 2016) Kuna tegemist on suhteliselt suure summaga, on autor otsustanud, et rahavoogude prognoosimisel ei arvestata antud kinnisvaraobjekti müügist saadud tulu. Samuti on põhjust arvata müügitulude kasvu lähtudes sellest, et kontsern otsustas lõpetada tegevused Valgevenes ning Poolas, mis varasemalt tekitasid ärikahjumit. Nende kahe riigi tütarettevõtete majandustulemusi ei kajastata ka autori töös, sest nii on võimalik saada objektiivsemat hinnangut tervele kontsernile tuleviku mõistes.

Järgnevate aastate müügitulude prognoosimisel on autor lähtunud Euroopa Komisjoni poolt välja pakutud erinevate riikide sisemajanduse koguprodukti (SKP) prognoosidest. (vt Tabel 3-1-1) Aastatel 2017 ja 2018 on autor kasutanud arvutustel täpselt samu SKP kasve, mis on Euroopa Komisjon välja toonud ning järgnevatel aastatel on SKP kasvu leidmiseks leitud keskmine SKP kasv aastatel 2015-2018. Autor eeldab, et kiire majanduskasv ei saa olla pikaajaliselt jätkusuutlik ning sellepärast on ka SKP kasv alates 2019. aastast tagasihoidlikum ning arvestatud eelnevate aastatega.

Tabel 3-1-1. SKP Kasv

Riik	SKP Kasv				Keskmine kasv
	2015	2016	2017	2018	
Eesti	1,4%	1,1%	2,2%	2,6%	1,8%
Läti	2,7%	1,6%	2,8%	3,0%	2,5%
Leedu	1,8%	2,2%	2,9%	2,8%	2,4%
Slovakkia	3,8%	3,3%	2,9%	3,6%	3,4%
Itaalia	0,7%	0,9%	0,9%	1,1%	0,9%
Malta	7,4%	4,0%	3,7%	3,7%	4,7%

Allikas: Autori koostatud, (European Commission, 2017)

Müügitulude prognoosimiseks on autor välja toonud erinevate rahavoogusid mõjutavate tegurite osakaalud müügituludest (vt Tabel 3-1-2). Arvutamisel on kasutatud 2015. aasta Olympic Entertainment Group AS majandustulemusi, sest 2016. aastal on tehtud suuremaid investeeringuid põhivarasse ning see on muutnud suuresti rahavoogasi, mis ei saa pikaajaliselt kesta.

Tabel 3-1-2. Osakaalud müügituludest

Osakaalud müügituludest	
Näitaja	Osakaal
KULU KAUPADELE JA MATERJALIDELE	3%
<b>BRUTOKASUM</b>	<b>97%</b>
TEGEVUSKULUD	36%
PALGAKULUD	32%
AMORTISATSIOON	6%
<b>ÄRIKASUM (EBIT)</b>	<b>24%</b>
LISAINVESTEERINGUD KÄIBEKAPITALI	1%
TÄIENDAVID INVESTEERINGUD PÕHIVARADESSE	22%
<b>VABA RAHAVOOG ETTEVÕTTELE (FCFF)</b>	<b>7%</b>

Allikas: Autori arvutused, (Olympic Entertainment Group, 2016)

Töö autor on arvanud, et kulu kaupadele ja materjalidele on müügitulust ainult 3%, ning seda madalat osakaalu on näidanud ka varasemad aastad. Põhilised kulud tulevad siiski tegevuskulude näol ning töötajate palgakulust. Lisaks arvab autor, et täiendavad



investeeringud põhivaradesse on tähtis osa ettevõtte struktuurist ning näeb, et 22% müügituludest võiks olla iga-aastane ning jätkusuutlik lisainvesteering põhivarasse, kui soovitakse laiendada kontserni.

Arvutuste ning välja toodud tabeli 3-1-3 andmetel on Olympic Entertainment Group AS-i väljavaated head ning vabad rahavood ettevõttele järgnevatel aastatel (aastatel 2017 kuni 2021) ületavad kümne miljoni euro piiri (vt. Tabel 3-1-3). Lisaks võib eeldada, et kulu kaupadele ja materjalide tõus on ühtlases tempos ning vastavuses osakaaluga müügituludest.

Tabel 3-1-3. Olympic Entertainment Group AS vabade rahavoogude prognoosid aastateks 2017-2021 (tuhandetes eurodes)

PROGNOOSID	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>MÜÜGITULU</b>	<b>123 903</b>	<b>153 891</b>	<b>157 686</b>	<b>161 951</b>	<b>165 709</b>	<b>169 555</b>	<b>173 489</b>
- KULU KAUPADELE JA MATERJALIDELE	3 473	5 331	4 420	4 539	4 645	4 753	4 863
<b>BRUTOKASUM</b>	<b>120 430</b>	<b>148 560</b>	<b>153 266</b>	<b>157 412</b>	<b>161 064</b>	<b>164 802</b>	<b>168 626</b>
- TEGEVUSKULUD	44 379	60 311	56 479	58 007	59 353	60 730	62 140
- PALGAKULUD	39 122	50 667	49 789	51 136	52 322	53 536	54 779
- AMORTISATSIOON	7 591	11 371	9 661	9 922	10 152	10 388	10 629
<b>=ÄRIKASUM (=EBIT)</b>	<b>29 338</b>	<b>26 211</b>	<b>37 337</b>	<b>38 347</b>	<b>39 237</b>	<b>40 147</b>	<b>41 079</b>
- LISAINVESTEERINGUD KÄIBEKAPITALI	1 304	2 251	1 660	1 704	1 744	1 784	1 826
- TÄIENDAVAD INVESTEERINGUD PÕHIVARADESSE	27 015	37 238	34 381	35 311	36 130	36 969	37 826
<b>= VABA RAHAVOOG ETTEVÕTTELE (FCFF)</b>	<b>8 610</b>	<b>-1 907</b>	<b>10 958</b>	<b>11 254</b>	<b>11 515</b>	<b>11 782</b>	<b>12 056</b>

Allikas: Autori koostatud

Kuna ettevõttel on üle kolme tuhande töötaja, siis kajastub ka see antud tabelis suurte palgakulude all. See on ka üks põhjustest, mis ärikasumi suures mahus väiksemaks toob. Samuti võib välja tuua, et põhivaradesse investeeringud on autor jätnud kõrged, sest nii annab objektiivsema pildi, kui Olympic Entertainment Group AS peaks laienema ning minema tegutsema uutele turgudele.

### 3.2. Olympic Entertainment Group AS kapitali kaalutud keskmine hind

Et leida ettevõtte kapitali kaalutud keskmine hind ehk WACC, tuleb esmalt leida ettevõtte omakapitali ja võõrkapitali hind. Omakapitali leidmiseks kasutatakse töös CAPM valemit ning võõrkapitali leitakse Olympic Entertainment Group AS majandusaasta aruande andmete põhjal.

Võõrkapitali leidmisel tuleb lähtuda ettevõtte pikaajaliste ja lühiajaliste laenukohustuste mahust ning nendelt nõutavatest intressidest. 2015 aasta seisuga oli kontsernil kokku laene 8,3 miljonit eurot ning laenulepingud lõppesid 2016 aastal. 2016 aasta seisuga aga uusi laene pole ning võlakohustuste kogumaht on 0 eurot (vt Tabel 3-2-1). Vastavalt majandusaasta aruandest kajastatule, on märgitud, et pikaajalise pangalaenu intress oli määratud 0,8% aastase intressimääraga ning see oli sõlmitud Swebank pangaga.

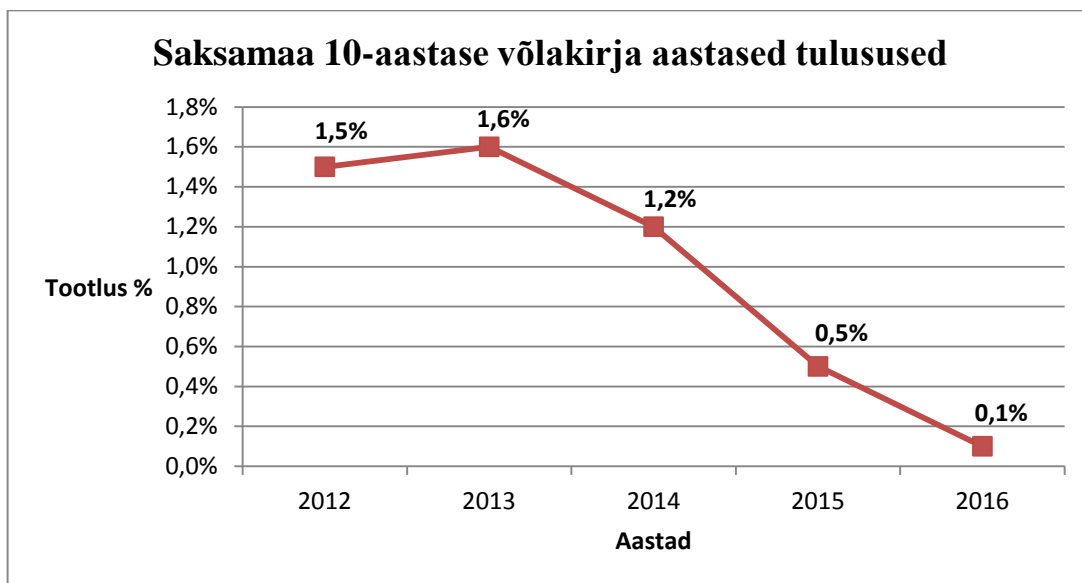
Tabel 3-2-1. OEG Võlakohustused 2015-2016 (tuhandetes eurodes)

	<u>31.12.2016</u>	<u>31.12.2015</u>
<b>Lühiajalised võlakohustused</b>		
Kapitalirendi kohustuse lühiajaline osa	0	4
Pikaajalise pangalaenu lühiajaline osa	0	288
<b>Lühiajalised võlakohustused kokku</b>	<b>0</b>	<b>292</b>
<b>Pikaajalised võlakohustused</b>		
Kapitalirendi kohustuste pikaajaline osa	0	5
Pikaajalise pangalaenu pikaajaline osa	0	7777
Pikaajaline laenukohustus	0	170
<b>Pikaajalised võlakohustused kokku</b>	<b>0</b>	<b>7952</b>
<b>Võlakohustused kokku</b>	<b>0</b>	<b>8244</b>

Allikas: Autori koostatud, (Olympic Entertainment Group, 2016)

CAPM mudeli jaoks on vaja leida beetakordaja ehk ettevõtte riski määrav näitaja, riskivaba tulumäär ning turu riskipremia. Konkurentsiameti poolt koostatud juhendis on toodud selgelt välja, et riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse Eestis aluseks Saksamaa

kümne aastase võlakirja keskmine tootlus. (Konkurentsiamet, 2016) Nende samade võlakirjade keskmine tootlus läbi aastate vahemikus 2012-2016 on 0,98%.



Joonis 10. Saksamaa 10-aastase võlakirja aastase tulusused

Allikas: Autori koostatud, (OECD, 2017)

Eesti riigi turu riskipremia leidmiseks kasutatakse Moody's reitingutel põhinevat Damodaran andmebaasi. Selle usaldusväärse andmebaasi andmetel on Eesti riigi turu riskipremia 1% ning Moody's reitinguks on A1. (Damodaran A. , Country Default Spreads and Risk Premiums, 2017) Turu riskipremia leidmisel tuleb arvestada ka aktsiaturgude hinna käitumisega läbi ajaloo. Damodarani andmetel 2017. aasta jaanuaril on Ameerika Ühendriikide aktsiaturu keskmiseks tootluseks 6,11% (leitud 1982 aastast kuni praeguseni) (Damodaran A. , Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current, 2017).

Konkurentsiameti poolt koostatud juhendis on välja toodud, et majandussektorite võimendusega beetad tuleb korrigeerida vastavatele majandussektoritele omaste näitajatega (Konkurentsiamet, 2016). Damodarani andmetel on 2017. aastal hotellide ja hasartmängude sektori võimendusega keskmine beetakordaja 0,59 ning vastavalt sellele võimendusega beetakordaja 0,8. See tulemus on saadud 118ne erineva ettevõtte infodest lähtuvalt (Damodaran A. , Levered and Unlevered Betas by Industry, 2017).

Kapitali kaalutud keskmine hind tuli autori arvutustel 5,28% ning lihtsaks tegi arvutuse see, et ettevõttel puuduvad pikaajalised laenud ehk võõrkapitali osakaal. Järgnevas tabelis on näha erinevad näite, mille järgi saadi WACCi tulemus (vt Tabel 3-2-2).

Tabel 3-2-2. WACCi leidmisel erinevad näitajad

Riskivaba tulumäär ( $R_f$ )	1,98%
Turu riskipreemia ( $R_m$ )	4,13%
Beetakordaja ( $\beta$ )	0,8
Ettevõtte omakapitali hind ( $k_e$ )	5,28%
Ettevõtte võõrkapitali hind ( $k_d$ )	0%
Võõrkapitali osakaal	0%
Omakapitali osakaal	100%
Kapitali kaalutud keskmine hind (WACC)	5,28%

Allikas: Autori koostatud

Olles välja arvutanud viimase perioodi rahavood ning teades juba kapitali kaalutud keskmist hinda, saab välja arvutada terminaalväärtuse. Lisaks tuleb määrata pikaajaline kasvumäär, mis hindaks ettevõtte tuleviku suunda. Terminaalväärtuse arvutamisel tuleb ka määrata vabade rahavoogude pikaajaline kasvumäär, milleks autor on võtnud erinevate Olympic Entertainment Group ASi riikide, kus ta tegutseb, kaalutud keskmise SKP pikaajalise kasvumäära 2,3% . Kasutades valemit 6 ning valitud kasvumäära koos WACCiga, saab töö autor terminaalväärtuseks 404,01 miljonit eurot.

### 3.3. Ettevõtte väärtuse hindamine

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamisel on töö autor lähtunud diskonteeritud rahavoogude meetodist. Diskonteeritud rahavood toovad tulevased vabad rahavood tänasesse väärtusesse. Alljärgnevas tabelis on autor välja toonud rahavood diskonteerimata ning diskonteeritud kujul, lisaks on ka märgitud terminaalväärtused (vt Tabel 3-3-1).

Tabel 3-3-1. OEG Diskonteeritud rahavood 2017-2021 (tuhandetes eurodes)

	2017	2018	2019	2020	2021	Terminaalväärtus (TV)
<b>Diskonteerimata rahavood</b>	10 958	11 254	11 515	11 782	12 056	404 013
<b>Diskonteeritud rahavood</b>	10 408	10 153	9 867	9 589	9 319	312 308

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte väärtuse saamiseks on autor liitnud kõik diskonteeritud rahavood kokku koos terminaalväärtusega ning saadud tulemuseks ehk ettevõtte väärtus hinnanguliselt on 361,64 miljonit eurot. 2017 aasta alguse seisuga on Olympic Entertainment Group AS-il 151 7912 06 aktsiat ning aktsia hinnanguline väärtus autori arvutustel on 2,39 eurot. Ettevõtte turuväärtus on aga 259,6 miljonit eurot (aktsia hind 1,71 eurot) seisuga 15.05.2017. Olympic Entertainment Group ASi diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud ettevõtte väärtus on hetkel 28,2% suurem, kui turuväärtus.

Tabelis 3-3-2 on autor välja toonud aktsia hinna käitumise kasvumäära ja kapitali kaalutud keskmise hinna tegurite mõjul. Arvutuste põhjal on näha, et kasvumäära vähenemine muudab aktsia hinda kiiremini, kui kasvumäära suurenemine. Lisaks sellele on tabeli põhjal näha, et WACCi suurenemine mõjutab aktsia hinda negatiivselt ning suunab selle languse poole. (vt Tabel 3-3-2)

Tabel 3-3-2. OEGIT aktsia hinna muutus kasvumäära ja WACCi mõjul (eurodes)

WACC	Kasvumäär				
	1,30%	1,80%	2,30%	2,80%	3,30%
<b>4,28%</b>	2,50	2,93	3,59	4,69	6,91
<b>4,78%</b>	2,14	2,44	2,87	3,51	4,58
<b>5,28%</b>	1,87	2,09	<b>2,39</b>	2,80	3,43
<b>5,78%</b>	1,66	1,83	2,04	2,33	2,74
<b>6,28%</b>	1,49	1,62	1,79	2,00	2,28

Allikas: Autori koostatud

Autor on oma töös määranud pikaajaliseks kasvumääraks 2,3% ning, kui suurendada seda tegurit ühe protsendipunkti võrra, siis suureneb aktsia hind 43,5%, tingimusel, et WACC

on samal tasemel. Samas WACCi algset taset suurendades ühe protsendipunkti võrra, langeb aktsia hind 25,1%. (vt Tabel 3-3-2)

Järgneva tabeliga on antud töö autor tahtnud välja tuua OEGIT aktsia hinna muutust brutomarginaali ning WACCi tegurite mõjul. Kuna Olympic Entertainment Group ASil on brutomarginaal ettevõtete mõistes väga suur, siis ei ole autor teinud arvutusi brutomarginaali suuremise kohta, kuna ei näe selles suurt potentsiaali. Tabelist on näha, et brutomarginaal ei tohi kindlasti langeda 89% peale, mis tähendaks ettevõtte tegevuse lõpetamist. (vt Tabel 3-3-3)

Tabel 3-3-3. OEGIT aktsia hinna muutus brutomarginaali ja WACCi mõjul (eurodes)

WACC	Brutomarginaal				
	89,00%	91,00%	93,00%	95,00%	97,00%
4,28%	-0,65	0,39	1,43	2,46	3,60
4,78%	-0,51	0,31	1,13	1,96	2,87
5,28%	-0,43	0,26	0,94	1,63	2,39
5,78%	-0,37	0,22	0,81	1,40	2,04
6,28%	-0,32	0,19	0,71	1,22	1,79

Allikas: Autori koostatud

Brutomarginaali langedes kahe protsendipunkti võrra hetketasemest, mis on 97% langeks ettevõtte aktsia hind 31,8%. Praeguse turuhinna tasemele jõudmiseks peaks olema WACC üle 6,28% või brutomarginaal 95% juures. Kuna viimaste aastate jooksul on olnud brutomarginaal ikkagi 97% lähedal, siis autor arvab, et alla 95% on ettevõttel raske langeda, kui võtta arvesse ka OEG tegutsemisvaldkonda.

### 3.4. Saadud tulemuste tõlgendamine ja hinnang

Olympic Entertainment Group ASi hinnati antud töös diskonteeritud rahavoogude meetodil. Vastava meetodi kasutamiseks leiti hulgaliselt sisendeid ning tehti erinevaid kalkulatsioone lõpptulemuste saamiseks. Kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine näitas, mis diskontomääraga tuleb leitud vabasid rahavoogusid diskonteerida.

Autori arvutuste tulemusena saadi ettevõtte hinnanguliseks väärtuseks 361,64 miljonit eurot, mis on 28,2% suurem, kui turuväärtus 2017 aasta 15. mai seisuga. Kuna beetakordaja oli arvutustes 0,8 ja ettevõttel puuduvad laenukohustused, siis on ka kapitali kaalutud keskmine hind madal. See omakorda tõstab ettevõtte väärtust ülesse, ning autori arvutuste tulemusena saadi aktsia hinnaks 2,39 eurot, mis on kõrge võrreldes praeguse turul kaubeldava 1,71 eurose aktsia hinnaga. Sellise aktsia hinnaga tuleb arvestada, et ettevõtte võib võtta laenu oma tegevuse laiendamiseks, mis oli ka 2016 majandusaasta aruandes märgitud tuleviku plaanides.

Ettevõtte hoiab oma rahavoogusid kümne miljoni taseme juures ning saab ka maksta välja dividende vajadusel aktsionäridele. See peaks tekitama ka usaldust investorite seas. Brutomarginaali tase on OEGI väga kõrge ning jääb 97% juurde, mis näitab head operatiivsust tegutsemisel. Autori arvutuste tulemusena on näha võimalike stsenaariumeid aktsia hinna muutumise jaoks. Nimelt töö käigus tehti sensitiivsusanalüüs aktsia hinnale ning tuleb välja, et praeguse WACC taseme juures ühe protsendiline muutus pikaajalises kasvumääras, siis suureneb aktsia hind ettevõttel 43,5%. Lisaks sellele leidis autor, et kui brutomarginaali tase peaks langema kahe protsendipunkti võrra, siis langeks aktsia hind 31,8%.

Autori hinnangul on Olympic Entertainment Group ASi aktsial tõusupotentsiaali. Ka ajalooliselt on näha, kuidas ettevõtte aktsia hind on olnud üle kahe euro. Lisaks võib tuua, et autori arvutatud pikaajaline kasvumäär 2,3% annab põhjust näha head tulevikku majanduses ning koos SKP tõusuga peaks inimestel olema suurem huvi hasartmänge mängida ning hotellides ööbida. Autor jääb oma seisukohale kindlaks, et OEGIT aktsia on alahinnatud.

## KOKKUVÕTE

Eelmisest majanduskriisist tingituna on investorid turgudel ettevaatlikumad ning otsivad viise, kuidas võimalikult väikse riskiga võimalikult kõrget tootlust saada. Selleks, et leida ettevõtte väärtuseid turgudel ning neid tegelike väärtustega võrrelda, tuleb investoritel teha palju arvutusi ning arvesse võtta kõikvõimalikke mõjutegureid. Info kogumise ja töötlemisega on võimalik riske maandada ning paremini analüüsida ettevõtteid ja nende tulevikku. Praegustel aegadel on võimalik investoritel ka leida endale erinevaid alternatiive kuhu raha paigutada. Ettevõtte väärtuse hindamine aitab paremini mõista, kas ettevõttesse on mõistlik investeerida või kasutada kapitali muud moodi.

Töö autor teab, et ettevõtete hindamise meetodeid on palju ning diskonteeritud rahavoogude meetod on üks õiglase väärtuse leidmise viise, mis annab hea subjektiivse hinnangu analüüsitava ettevõttele. Lisaks diskonteeritud rahavoogude leidmisel võivad ka investorid leida erinevaid finantssuhtarve, mis võivad ka investeerimisotsuseid mõjutada.

Selles bakalaureuse töös on uuritavaks objektiks Olympic Entertainment Group AS kontsern, mis tegutseb avalikult kaubeldaval väärtpaberi turul. Uuritava objekti valikuks oli antud ettevõtte peamiselt töö autori enda huve silmas pidades. Autor näeb võimalikku potentsiaali OEG aktsia enda portfelli võtmiseks. Kuna aktsia hind on viimastel perioodidel olnud volatiilne ning ka langenud, siis andis töö tulemus hea ülevaate ettevõtte õiglasest väärtusest.

Antud töö eesmärgiks oli seatud autori äriahanduse teadmisi rakendada ning leida Olympic Entertainment Group AS kontserni õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil. Samuti püstitas töö autor alguses hüpoteesi, et Olympic Entertainment Group AS kaupleb väärtpaberi turul alla oma õiglase väärtuse. Need eesmärgid said töö jooksul täidetud ja autori hüpotees pidas paika.

Kuna ettevõttel puuduvad võetud laenud, ei mänginud võõrkapitali osakaal kapitali kaalutud keskmise hinna leidmisel rolli. Lisaks hoidis WACCI madalal beetakordaja ning WACCI tulemuseks saadi 5,28%. Kuna terminaalväärtuse arvutamisel diskonteeritakse rahavoogusid kapitali kaalutud keskmise hinnaga, siis selline madal WACCI näit tõi



kokkuvõtteks terminaalväärtuseks 404,01 miljonit eurot. Autori leitud rahavoogude ja terminaalväärtuse liitmisel saadi Olympic Entertainment Group ASi väärtuseks hinnanguliselt 361,64 miljonit eurot. See hinnang on 28,2% suurem, kui on 2017. aasta 15. mai seisuga ettevõtte turuväärtus börsil. Aktsia väärtuseks sai töö autor 2,39 eurot ning 2017. aasta 15. mai seisuga on aktsia turuväärtus 1,71 eurot.

Antud töö tulemusel on näha, et ettevõtte kaupleb börsil alla oma õiglase väärtuse. Kuna Olympic Entertainment Group ASil on 2017. aastaks laienemise plaanid, siis töö autor eeldab, et selleks võidakse kasutada laenukapitali, mis muudab ka WACCi ning omakorda ettevõtte õiglast väärtust. Vaadates aktsia hinna ajalugu ja nähes seda, et see on olnud mitmeid kordi 2 euro hinna juures, siis autor jääb seisukohale, et praegune aktsia turuhind on alahinnatud.

## VIIDATUD ALLIKAD

Beitel, T. T. (June 2016. a.). *Terminal value calculations with the Discounted Cash Flow model*.  
[http://essay.utwente.nl/70011/1/ten%20Beitel\\_MA\\_Faculty%20of%20Behavioural%2C%20Management%20and%20Social%20Sciences.pdf](http://essay.utwente.nl/70011/1/ten%20Beitel_MA_Faculty%20of%20Behavioural%2C%20Management%20and%20Social%20Sciences.pdf)

Capinski, M., & Patena, W. (25. June 2009. a.). *Company Valuation - Value, Structure, Risk*.

Damodaran, A. (2017). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current*. Damodaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd edition*. John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2017). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Damodaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (10. April 2017. a.). *Equity Risk Premiums by Country*.  
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

Damodaran, A. *Growth Rates and Terminal Value*.  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/growthandtermvalue.pdf>

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Tehniques for Determing the Value*. USA: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2017). *Levered and Unlevered Betas by Industry*. Damodaran Online: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

Doherty, N. A. (2000). *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*. McGRAW-HILL, INC.

Eesti Pank. (2016). *Rahapoliitika ja majandus*. Tallinn: Folger Art.

Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). *Financial Management: Theory and Practice* (13 tr.). Mason, USA: South-Western Cengage Learning.

European Commission. (2017). *Economic performance by country*. Europa: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country_en)

Federal Reserve Bank of St.Louis. (2017). FRED Economic Data: <https://fred.stlouisfed.org/series/SP500#0>

Fernandez, P. (23. November 2013. a.). Company valuation methods. Madrid, Spain.

Fernandez, P. (23. November 2013. a.). *is.vsf.s.cz*. [https://is.vsf.s.cz/el/6410/leto2014/N\\_OP/um/Fernandez\\_2013\\_Company\\_Valuation\\_Methods\\_SSRN-id274973.pdf](https://is.vsf.s.cz/el/6410/leto2014/N_OP/um/Fernandez_2013_Company_Valuation_Methods_SSRN-id274973.pdf)

Hansson, B., & Hördahl, P. (1997). Changing Risk Premia: Evidence from a Small Open Economy.

Haritonov, A. (2004). Turutasakaalu mudelid ja nende rakendamise areneval finantsturul. Tartu, Eesti.

Investopedia. *Business Valuation*. Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp>

Investopedia. *Free Cash Flow*. Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp>

Investopedia. (2017). *Standard & Poor's 500 Index - S&P 500*. <http://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp>

Karlson, F. (Oktoober 2006. a.). Riigiasutuste Majandamine. Tallinn, Eesti.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Konkurentsiamet. (2016). Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn, Eesti.

Levy, H. (2002). Fundamentals of Investments. Great Britain.

LHV. (September 2016. a.). *Faktiraamat*. LHV: [https://investor.lhv.ee/assets/files/LHV\\_Group\\_Factbook\\_2016-Q3-ET.pdf](https://investor.lhv.ee/assets/files/LHV_Group_Factbook_2016-Q3-ET.pdf)

Mian, M. A., & Vélez-Pareja, I. (2013). *Applicability of the Classic WACC Concept in Practice*. <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=6650840710840940980840830930640880740570220400930220441171271171051250820930820760741070490441001221250390100750031200911150300260270630130801120880890681261101130180620670920791250800660300701071200691160160890>

Mäeküla, R. (2014). *VEE-ETTEVÕTETE FINANTSILINE TULEMUSLIKKUS*. [https://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/42481/maekala\\_raul.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/42481/maekala_raul.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Nasdaq. (2017). *Balti aktsiad*. Nasdaq:  
[http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=charts&lang=et&idx\\_main%5B%5D=OMXBBGI&add\\_index=OMXBBPI&add\\_equity=LT0000128696&idx\\_equity%5B%5D=EE3100084021&period=other&start=23.10.2006&end=17.05.2017](http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=charts&lang=et&idx_main%5B%5D=OMXBBGI&add_index=OMXBBPI&add_equity=LT0000128696&idx_equity%5B%5D=EE3100084021&period=other&start=23.10.2006&end=17.05.2017)

Nasdaq. (2017). *Financial Data*. Nasdaq Baltic:  
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100084021&list=2&pg=details&tab=reports>

Nasdaq. (2017). *Indeksite Kirjeldused*. Nasdaq Baltic:  
<http://www.nasdaqbaltic.com/et/indexes/about-indexes/indexite-kirjeldused/>

Nasdaq. (2017). *Olympic Entertainment Group*. Allikas:  
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100084021&list=2&pg=details&tab=security>

Nasdaq OMX Nordic. (2017).  
<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=TAL36912>

OECD. (2017). *Long-term interest rates*. Allikas: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

OECD. (2016). *OECD Data*. Allikas: Long-term interest rates:  
<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Olympic Entertainment Group. (2017). Allikas: <http://www.olympic-casino.com/investorile/aktsiainfo>

Olympic Entertainment Group AS. (2017). *2017. aasta I kvartali konsolideeritud raamatupidamise vahearuanne (auditeerimata)*. Tallinn: Olympic Entertainment Group AS.

Olympic Entertainment Group. (2016). *Konsolideeritud Majandusaasta Aruanne 2016*. Tallinn.

Pedell, B. (2006). *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer.

Sander, P., Lukason, O., & Kask, K. *DISKONTEERIMISMÄÄRA LEIDMINE RIIKLIKELE INVESTEERIMISPROJEKTIDELE EESTI RIIGI KINNISVARA NÄITEL*. Tartu.

Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). *Equity asset valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Tamm, M. (23. Detsember 2016. a.). Eluasemelaenude maht kasvas novembris aasta võrdluses 5%. Tallinn, Harjumaa, Eesti.

## SUMMARY

After the previous economic crisis in the financial markets investors are more cautious and are looking for ways to get higher profits with lower risks. In order to find market value for companies and actual values to compare, investors must do a lot of calculations and to take account of all-potential data. With data collection and processing there is possibility to reduce risks and to do better analyzing companies and their future. In these times, investors can also find a variety of alternatives where the money is placed. The companies' valuation methods help to better understand whether to invest in companies or not.

Author of this thesis knows that there are many business valuation methods and the discounted cash flow method is one of the best method to calculate company's fair value and finding ways to give a good analysis of the subjective assessment of the company. In addition to the discounted cash flows, investors may also find a variety of financial ratios, which may also affect investment decisions.

In this thesis the object of inspection is Olympic Entertainment Group AS Group which operates in the markets for publicly traded securities. The object selection of this thesis is primarily keeping author's own interests in mind. Author sees the potential for a possibility to own OEG's shares in his own portfolio. As the share price has been volatile in recent periods and also dropped then this thesis gave an great overview the company's fair value.

The aim of this work was to practice author's knowledge of business finance, and to calculate Olympic Entertainment Group AS' discounted fair value with the cash flow method. Also author set hypothesis at the beginning that Olympic Entertainment Group AS trades in the securities market with price under his fair value. These objectives were met during the work and the author's hypothesis was true.

Because of company does not have loans, the price of foreign capital did not play role in the weighted average cost of capital. In addition low beta kept low WACC and author got it 5.28%. Because of the terminal value is calculated by discounting the cash flows of the weighted average cost of capital, then such a low WACC indicator led terminal value to 404.01 million euros. The author found the cash flows and added terminal value to it and

calculated the fair value of Olympic Entertainment Group AS and it is estimated at 361.64 million euros. This estimate is 28.2% higher than the company's market value at the stock markets as of 2017, May 15. Fair value of the shares was 2.39 euros and the stock market value was 1.71 euros as of 2017, May 15.

This work has led to conclusion that the company trades at stock markets below its fair value. As Olympic Entertainment Group AS has expansion plans for 2017, the author assumes that they can use loan capital for expansion, which may change WACC and company's fair value. Looking at the share price history that has been numerous times at the price of 2 euros and calculated fair value the author states that the current share price is undervalued.

# LISAD

## Lisa 1. Kontserni kuuluvad ettevõtted

Ettevõtte	Riik	Osalus 31.03.2017	Osalus 31.12.2016	Tegevusala
Olympic Casino Eesti AS	Eesti	95%	95%	Hasartmängude korraldamine
Kungla Investeeringu OÜ	Eesti	100%	100%	Baariteenused
OÜ Oma & Hea	Eesti	95%	95%	Baariteenused
Fortuna Travel OÜ	Eesti	100%	100%	Hotelli opereerimine
Nordic Gaming OÜ	Eesti	100%	100%	Valdustegevus
Kasiino.ee OÜ	Eesti	100%	100%	Internetilahenduste teenused
Olympic Casino Latvia SIA	Läti	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Ahti SIA	Läti	100%	100%	Baariteenused
Olympic Casino Group Baltija UAB	Leedu	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Mecom Grupp UAB	Leedu	100%	100%	Baariteenused
UAB Orakulas	Leedu	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Silber Investments Sp. z o.o. *	Poola	100%	100%	Valdustegevus
Baina Investments Sp. z o.o. *	Poola	100%	100%	Valdustegevus
Casino-Polonia Wroclaw Sp. z o.o. **	Poola	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Ultramedia Sp. z o.o.	Poola	100%	100%	Valdustegevus
Olympic Casino Slovakia S.r.o	Slovakkia	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
OlyBet Slovakia S.r.o.	Slovakkia	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Olympic Casino Bel IP	Valgevene	100%	100%	Likvideerimisel
The Box S.r.l.	Itaalia	100%	100%	Valdustegevus
Jackpot Game S.r.l.	Itaalia	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Slottery S.r.l.	Itaalia	100%	100%	Hasartmängude korraldamine
Jessy Investments B.V.	Holland	100%	100%	Valdustegevus
Gametech Services Ltd	Jersey	100%	100%	Tarkvrateenused
Brandhouse Ltd	Jersey	100%	100%	Valdustegevus
OEG Malta Holding Ltd	Malta	100%	100%	Valdustegevus
OEG Malta Gaming Ltd	Malta	100%	100%	Valdustegevus

Olybet Malta Ltd	Malta	100%	0%	Hasartmängude korraldamine
------------------	-------	------	----	----------------------------

## **Lisa 1. Jätk:**

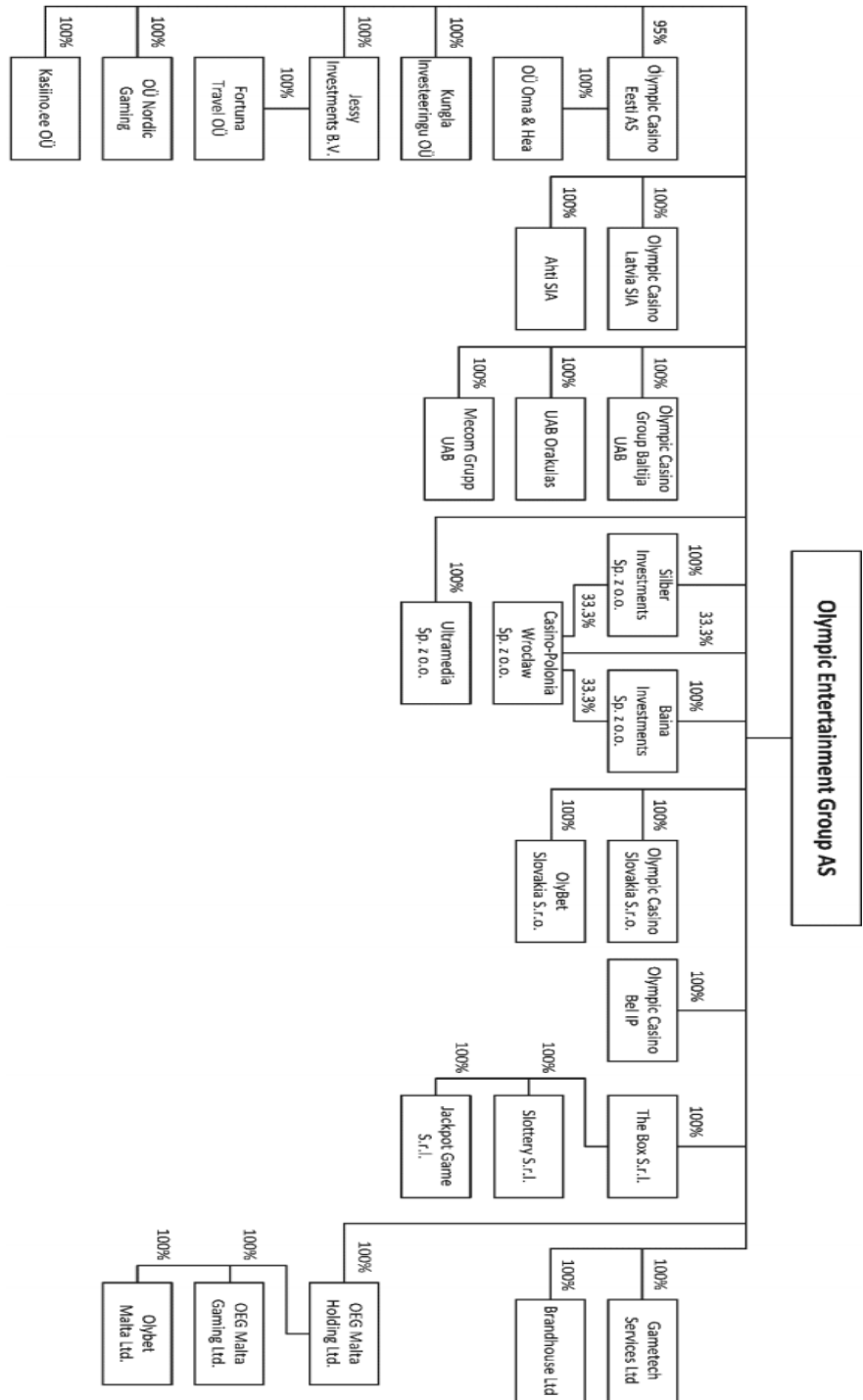
\* Poola ettevõtted Silber Investments Sp. z o.o., Baina Investments Sp. z o.o. esitasid 20. jaanuaril 2017 kohtule pankrotiavalduse.

\*\* Poola ettevõtte Casino-Polonia Wroclaw Sp. z o.o. pankrotiavaldus kinnitati kohtu poolt bilansipäeva järgselt.

Allikas: Autori koostatud, (Olympic Entertainment Group AS, 2017)



**Lisa 2. Kontserni struktuur seisuga 31.märts 2017**



Allikas: (Olympic Entertainment Group AS, 2017)

### **Lisa 3. Aktsionäride struktuur**

OÜ HansaAssets	45,04%
OÜ Hendaya Invest	18,95%
Institutsionaalsed välisaktsionärid	17,10%
Institutsionaalsed kohalikud aktsionärid	9,81%
Väikeaktsionärid	9,10%

Allikas: Autori koostatud, (Olympic Entertainment Group AS, 2017)