

Analüüsi alused – kuidas valida aktsiaid?

Mari-Liis Kukk
Analüütik



Mis on fundamentaalne analüüs?

Fundamentaalseks analüüsiks nimetatakse ettevõttega seotud tegurite analüüsimist keskendudes finantsaruannetele, juhtkonnale, konkurentsile ja turusituatsioonile.

Fundamentaalse analüütiku tööriistadeks on:

- **Finantsaruanded** (ettevõtte enda ja konkurentide omad)
- Kontaktid juhtkonnaga
- Turuandmed (statistika, analüüsid, hinnangud)
- Aktsia hind (minevikuliikumised ja turuhind)

Fundamentaalse analüüsi eesmärk on leida ettevõtte hinnanguline väärtus, mille võrdlemisel turuväärtusega saab investor hinnata, kas ettevõtte on turul üle- või alahinnatud.

Analüüsi protsess

Kas turuhind näitab ettevõtte tegelikku väärtust?

Ettevõtte ärimudeli analüüs
Finantstulemuste analüüs ja prognoosid
Ettevõtte väärtuse leidmine



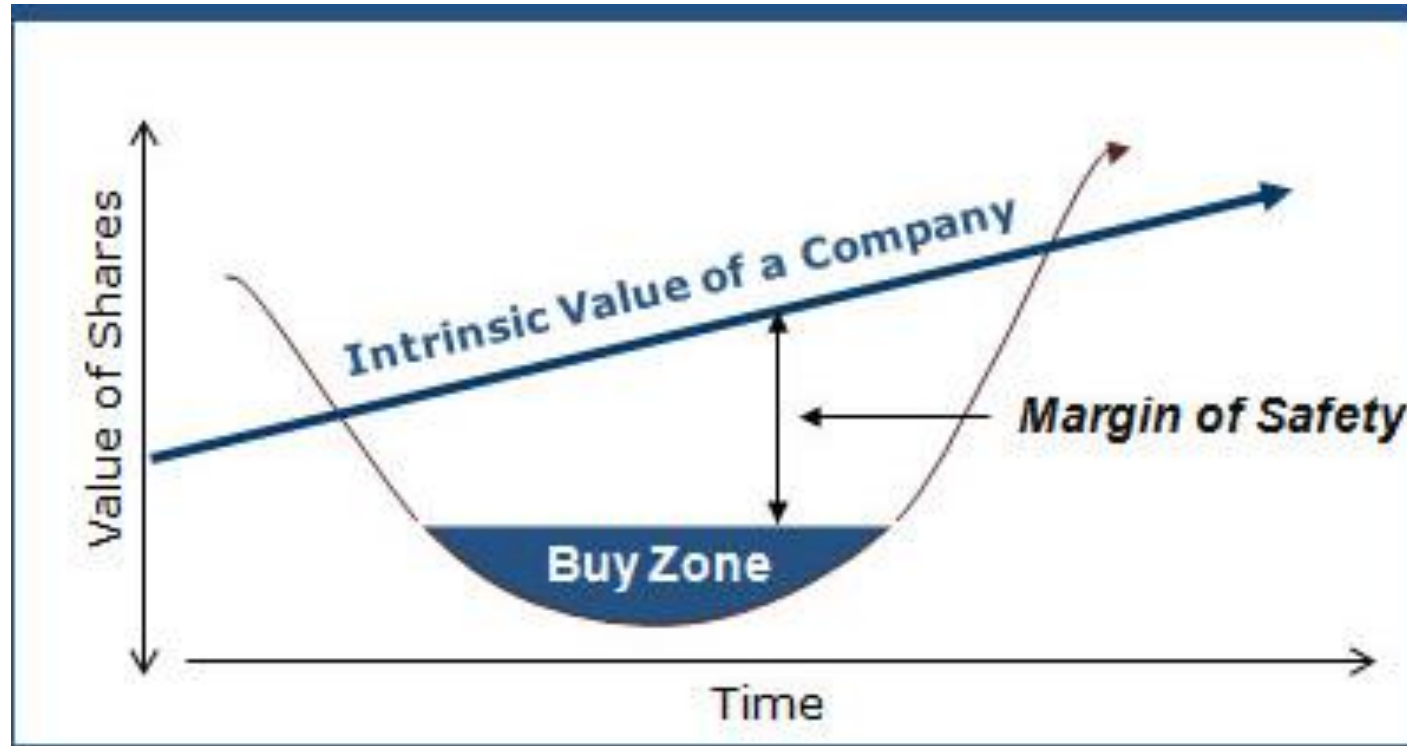
Investeerimisotsuse tegemine

Eeldus:

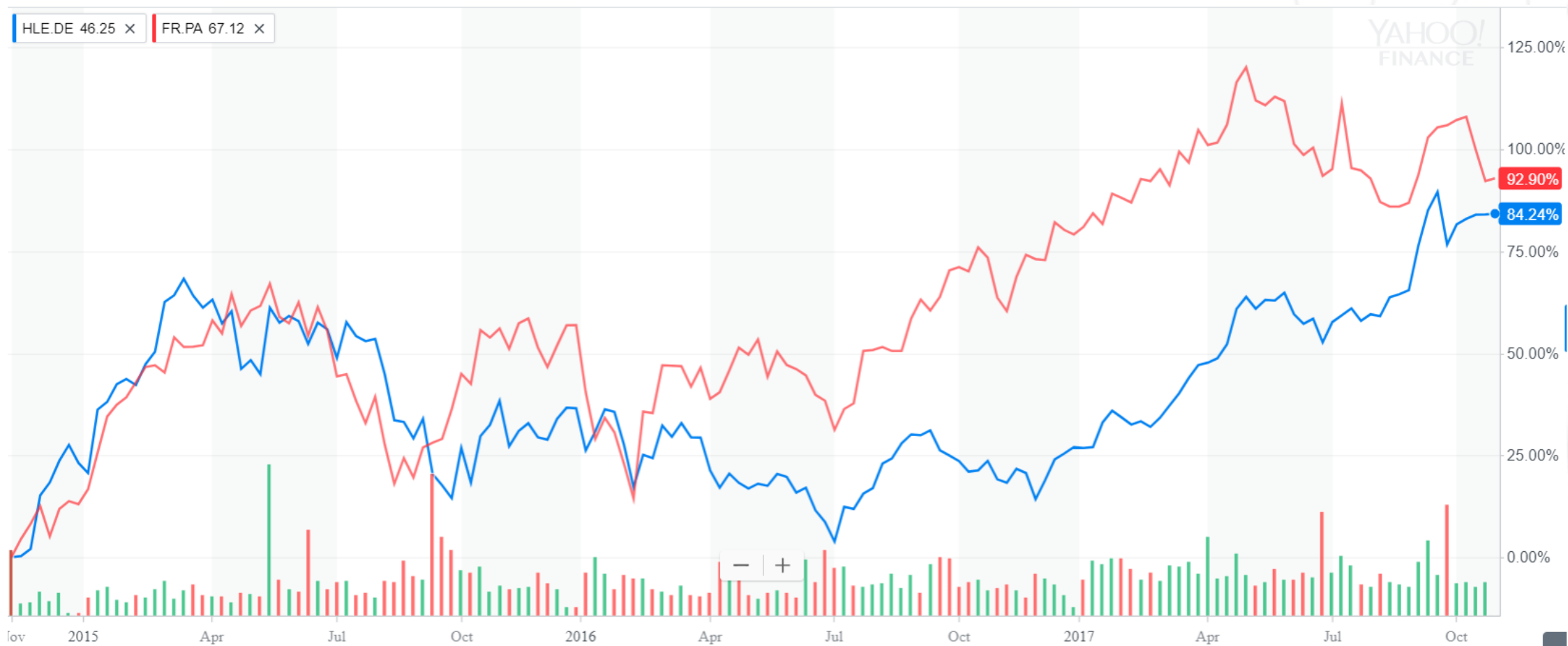
Turg võib ettevõtet lühiajaliselt valesti hinnata, kuid pikaajaliselt turg märkab oma viga ning parandab selle. Seega traditsiooniline efektiivse turu teooria ei kehti.

Ohutusvaru

- Ohutusvaru e. *Margin of Safety*



Hella Kgaa näide



Investeerimistees

Pärast ärimudeli, finantsandmete ja suhtarvude analüüsi peaks tekkima arusaam, kas ettevõttesse tasub investeerida ning miks?

Näiteks:

- Ettevõtte 1 kaupleb 30% odavamal hinnatasemel suhtarvude poolest kui sektor;
- Ettevõtte 2 suudab jätkusuutlikult pakkuda vähemalt 8% dividenditootlust;
- Ettevõtte 3 on turule tulnud innovatiivse tootega ning seetõttu suudab järgmised 3-5 aastat sektorist märgatavalt kiiremini kasvada ning samas on soodsal hinnatasemel;
- Ettevõtte 4 puhul ei võta turg õiglaselt arvesse peamise kliendi kaotuse negatiivset mõju.

Investeerimisteesi / -põhjuse kehtimist peab pidevalt kontrollima.

Warren Buffetti investeerimispõhimõtted:

„Price is what you pay. Value is what you get“.

Aktsia on odav võrreldes ettevõtte tegeliku väärtusega (*margin of safety*) – võimaldab piisavalt eksimisruumi.

- Tegevus pikaajaline, lihtne ja arusaadav, selge arusaam ärimudelist;
- Konkurentsieelis (Buffetti termin *Economic Moat*), mis ei lase konkurentidel võtta turuosa;
- Tugev juhtkond ning soodne pikaajaline perspektiiv ettevõttel;
- Kõrge omakapitali tootlus (ROE);
- Madal laenukoormus;
- Sektori keskmisest kõrgemad kasumimarginaalid, mis jätkavad kasvu;
- Tugev vaba rahavoog (puhaskasum + amortisatsioon - investeeringud - käibekapitalivajadus).

Lugemiseks: R. Hagstrom „The Warren Buffet Way“.

Philip Fisheri 15 põhimõtet:

Kas ettevõtte on ...

- 1) ... tooteid või teenuseid, millel potentsiaal tuua vähemalt mitu aastat müügi kasvu?
- 2) ... juhtkond, kes suudab leida uusi müügivõimalusi?
- 3) ... keskmisest parem müügitöö?
- 4) ... tulemuslik teadus- ja arendustöö?
- 5) ... konkurentsivõimeline kasumimarginaal?
- 6) ... plaan marginaali säilitamiseks või parandamiseks?
- 7) ... suurepäraseid suhteid oma töötajatega?
- 8) ... suurepäraseid suhteid oma juhtkonnaga?
- 9) ... „sügavust“ juhtkonnatasandil?
- 10) ... hea arusaam oma kuludest ning raamatupidamisest?
- 11) ... erilisi omapärasid võrreldes konkurentidega?
- 12) ... fookus kasumite pikaajalisel maksimeerimisel?
- 13) ... võimekus kasvada ilma täiendavat omakapitali kaasamata?
- 14) ... juhtkond, kes suhtleb investoritega vabalt ka siis, kui edastavad halbu uudiseid?
- 15) ... juhtkond, mis on ilma igasuguste küsivusteta aus ja põhimõttekindel?

Lugemiseks: Philip A Fisher „Common Stocks and Uncommon Profits“.

Peter Lynch:

- „*Buy what you know*“ - esmane analüüs poes käies, TV-d vaadates, sõpradega jutustades;
- PEG suhtarv alla 1,0x, veel parem kui alla 0,5x;
- Eelistas kiire kasvuga ettevõtteid; 20-50% käibekasvu aastas järjepidevalt (üle selle taseme pole enam jätkusuutlik kasv);
- Tugev bilanss (laenud/omakapital suhe alla 0,8x) ja rahavoog (vaba rahavoo tootlus 30%+).
- Lõi fraasi „*ten-bagger*“ ehk aktsiad, mis kümnekordistuvad. Et sellist tootlust saavutada hoidis Lynch aktsiaid pikaajaliselt ning vähemalt niikaua kui investeerimistees ei olnud muutunud.
- „Ten-baggeri“ esmane reegel on, et ei tohi aktsiat müüa, kui tõus on olnud 40%, 80%, 100% jne...vaid hoida pikemalt.
- Lugemiseks: P. Lynch „One up on Wall Street“.

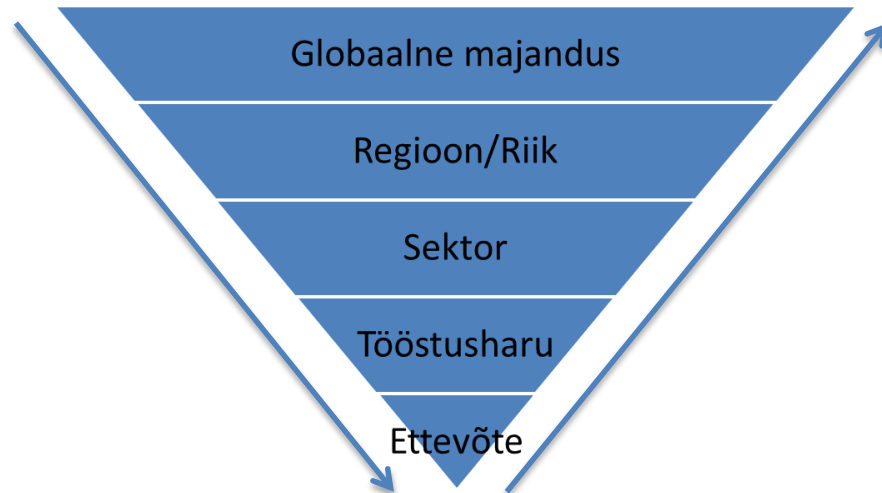
Jim Chanos lühikeseks müügist:

4 peamist teemat lühikeseks müümisel:

- Mullid, mis lõhkevad – tavaliselt liigne krediit;
- Tarbimisest sõltuvalt aktsiad – kõrged ootused pikalt tulevikku;
- Tehnoloogiline mahajäämus – vanad tooted vahetatakse oodatust kiiremini välja;
- Puudused raamatupidamises – järjepidevad mahakirjutamised, „ühekordsed kulud“, „võrreldavad numbrid“ jne.
- Ei tasu lühikeseks müüa ainult kalli hinnataseme pärast. Tuleb otsida ettevõtteid, kus äri ei lähe hästi. „*The best short ideas often looking cheap all the way down and often ensnare a lot of value investors*“.
- Chanos keskendub ettevõtete rahavoole. Kas ettevõtte suudab põhitegevusega end ära finantseerida või peab turult otsima minema?

Ärimudeli analüüs

Protsess: ülevalt-alla või alt-üles



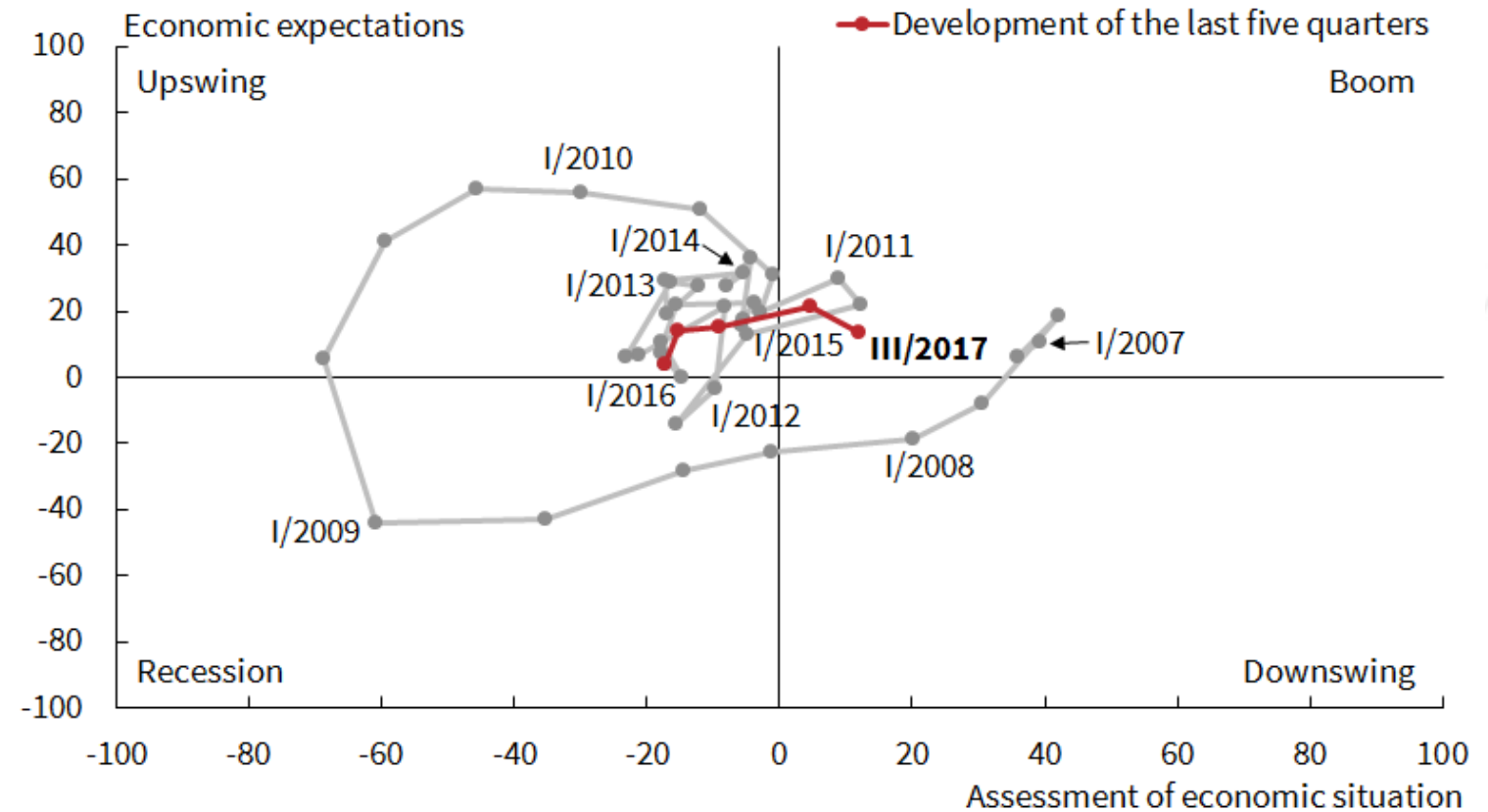
Tähelepanu all ka

- Ettevõtte strateegia
- Turupositsioon ja konkurendid
- Tsüklilisus, hooajalisus
- Konkurentsieelis
- Peamised riskid
- Juhtkonna sõnavõttud
- Ettevõtet mõjutavad positiivsed faktorid
- Regulatsioon, tehnoloogia jne.

Äritsükkel

ifo Business Cycle Clock World Economy

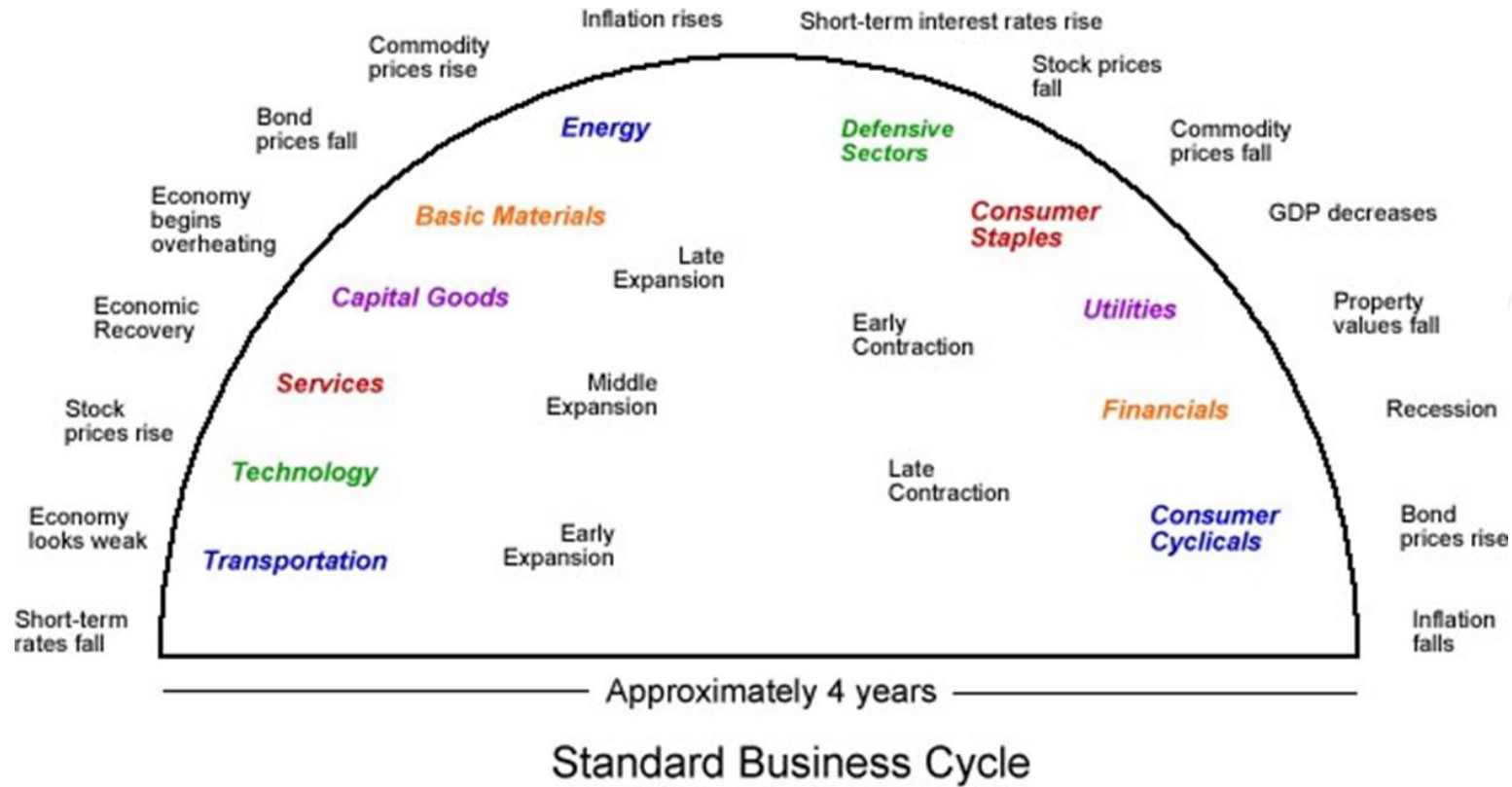
Balances



Source: ifo World Economic Survey (WES) III/2017.

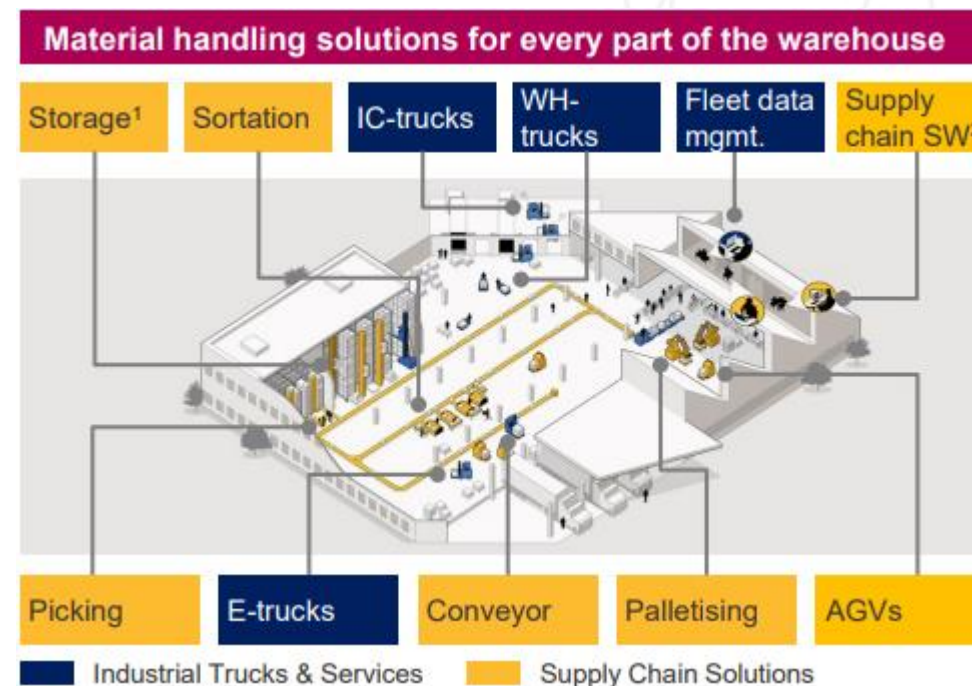
© ifo Institute

Äritsükkel



Näide: Kion Group

- Maailma #2 tõstukitootja (74% tuludest), alates 2016 #3 logistikasüsteemide tarnija (26% tuludest);
- 69% tuludest EMEA piirkonnast, 20% Ameerikast, 11% APAC;
- Ettevõtte tuumiku moodustavad *Premium*-tõstukibrandid Linde ja Still;
- Kasvustrateegia keskendub lihtsamate ja odavamate tõstukite turule toomisele Ameerikas ja Aasias, lisaks võeti 2016 üle USA turuliider logistikasüsteemides Dematic.
- Tõstukiturg kasvab ~4-6% aastas, logistika-süsteemide turg ~5-10% aastas.
- Klientide seas Amazon, FedEx, Coca-Cola, BMW, DHL, Walmart jne.



Finantsaruanded



Kasumiaruanne

(€ mln)	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	4 727	4 495	4 678	5 098	5 587
Müüdud kaupade kulu	-3 430	-3 255	-3 337	-3 602	-4 035
Brutokasum	1 297	1 239	1 341	1 496	1 553
Tegevuskulud	-1 000	-942	-1 020	-1 117	-1 170
Muud tulud/kulud	235	75	51	33	46
Ärikasum	532	373	372	412	428
Finantstulud/-kulud	-221	-218	-114	-82	-89
Tulumaks	-150	-16	-80	-109	-93
Puhaskasum	161	138	178	221	246
Kasum aktsia kohta		1,40	1,81	2,24	2,38
Kulum	365	335	367	401	455
EBITDA	915	709	714	824	890

Tähtis aru saada, millisest tegevusest tulevad tulud ja millised on peamised kuluallikad. Ehk aru saada ettevõtte ärimudelist.



Finantsaruanded



Kasumiaruanne - vertikaalanalüüs

(€ mln)	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Müüdud kaupade kulu	-72,6%	-72,4%	-71,3%	-70,7%	-72,2%
Brutokasum	27,4%	27,6%	28,7%	29,3%	27,8%
Tegevuskulud	-21,2%	-21,0%	-21,8%	-21,9%	-20,9%
Muud tulud/kulud	5,0%	1,7%	1,1%	0,6%	0,8%
Ärikasum	11,2%	8,3%	7,9%	8,1%	7,7%
Finantstulud/-kulud	-4,7%	-4,9%	-2,4%	-1,6%	-1,6%
Tulumaks	-3,2%	-0,4%	-1,7%	-2,1%	-1,7%
Puhaskasum	3,4%	3,1%	3,8%	4,3%	4,4%
EBITDA	19,4%	15,8%	15,3%	16,2%	15,9%

Brutomarginaal

Ärikasumimarginaal

Netomarginaal

Näitab tulude-kulude struktuuri ning eelkõige jälgitakse marginaalide ajaloolisi muutusi.



Finantsaruanded



Kasumiaruanne - horisontaalanalüüs

(€ mln)	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	8,2%	-4,9%	4,1%	9,0%	9,6%
Müüdud kaupade kulu	5,3%	-5,1%	2,5%	7,9%	12,0%
Brutokasum	16,6%	-4,4%	8,2%	11,6%	3,8%
Tegevuskulud	8,3%	-5,8%	8,3%	9,5%	4,8%
Muud tulud/kulud	1949,2%	-68,1%	-31,8%	-35,4%	38,8%
Ärikasum	165,7%	-29,9%	-0,2%	10,9%	3,9%
Finantstulud/-kulud	-14,7%	-1,2%	-47,9%	-27,8%	8,7%
Tulumaks	339,3%	-89,4%	403,1%	36,5%	-14,7%
Puhaskasum	-273,4%	-14,1%	28,8%	24,1%	11,3%
EBITDA	60,8%	-22,6%	0,7%	15,4%	7,9%

Näitab tulude-kulude muutusi võrreldes eelmise perioodiga.

Finantsaruanded - bilanss

Kasumlikkuse näitajad:

$$\text{Omakapitali tootlus} = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Perioodi keskmine omakapital}}$$

Likviidsusnäitajad:

$$\text{Lühiajaliste kohustuste kattekordaja} = \frac{\text{Käibevara}}{\text{Lühiajalised kohustused}}$$

Tegevuse efektiivsuse näitajad:

$$\text{Ostjatelt raha laekumise aeg (päevades)} = \frac{\text{Nõuded ostjatele} * 365}{\text{Käive}}$$

Laenukoormuse näitajad:

$$\text{Netovõla EBITDA suhe} = \frac{\text{Intressikandvad kohustused - raha}}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{Kohustuste suhe omakapitali} = \frac{\text{Intressikandvad kohustused}}{\text{Omakapital}}$$

Finantsaruanded



Rahavoogude aruanne

(€ mln)	2012	2013	2014	2015	2016
Äritegevuse rahavoog enne käibekapitali muutust	341	621	638	761	683
Äritegevuse rahavoog	414	638	603	678	573
Neto põhivarainvesteeringud	-313	-286	-309	-351	-319
Vaba rahavoog	101	352	295	327	254

Rahavoogude aruanne näitab, kui palju tegelikult ettevõtte põhitegevusest raha teenib ning milleks seda kasutab.

Annab aimduse ettevõtte tuleviku rahavajadusest ja dividendide maksmise võimest.

Vaba rahavoog näitab palju jääb raha üle dividendide maksmiseks või laenude tagastamiseks.



Väärtuse leidmise mudelid

Oscar Wilde: „Küünik teab kõige hinda, kuid mitte millegi väärtust”.

Ettevõtte sisemine väärtus (*intrinsic value*)

- Diskonteeritud rahavoogude meetod
- Sisendiks on ettevõtte tulevased rahavood, kapitalistruktuur ning riskitase

Võrdlev ettevõtte väärtus (*relative value*)

- Suhtarvude analüüs ja võrdlus konkurentidega
- Sisendiks on ettevõtte enda ja sektori ettevõtete jooksvad ning lähituleviku finantsnäitajad

Võrdlev analüüs tavainvestorile selgelt lihtsam kasutada. Diskonteeritud rahavoogude meetod nõuab palju sisendeid ning tulemused pole alati kõige täpsemad (sensitiivsus muutujatesse).

Väärtuse leidmine: DCF

EUR mln	2017E	2018E	2019E	Terminal
Revenue	7600,00	7904,00	8220,16	8548,9664
EBIT * (1-T)	372	443	547	718
Dep/Amort	456,00	458,4	452,1	427,4
Capex	-380,00	-395,20	-411,01	-427,45
Net working cap investments	150,00	-100,00	-104,00	-108,16
FCFF	598,40	405,86	483,74	609,95
Risk free rate of return	0,38%	Bund		Terminal value
Risk premium	6,62%			
Beta	1,23			
Company risk premium	0,5%	Likviidsuspreemia		
Cost of equity capital	9,023%			
Borrowing rate	2,50%			
Tax rate, %	30,00%			
WACC	5,72%	6,09%	6,46%	
Growth rate of residual FCFF				
Discount factor	0,99	0,93	0,87	
Months remaining	2	14	26	
Discounted FCFF	593	379	422	11 037
Enterprise value				12 431
Net debt (Total debt - Cash)				2 324
Equity value				10 106
Number of shares, m				113
Value per share, EUR				89,36

Väärtuse leidmine: DCF

Rahavoogude sensitiivsus:

		WACC						
		5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
G r o w t h	0,5%	89,36	80,20	72,61	66,22	60,76	56,06	51,95
	1,0%	100,64	89,36	80,20	72,61	66,22	60,76	56,06
	1,5%	114,87	100,64	89,36	80,20	72,61	66,22	60,76
	2,0%	133,37	114,87	100,64	89,36	80,20	72,61	66,22
	2,5%	158,43	133,37	114,87	100,64	89,36	80,20	72,61
	3,0%	194,26	158,43	133,37	114,87	100,64	89,36	80,20
	3,5%	249,71	194,26	158,43	133,37	114,87	100,64	89,36

Väikesed muutused eeldustes võivad tuua väga suure erinevuse aktsia väärtuses. Näites on 51,95-249,71 eurot aktsia kohta.

Väärtuse leidmine: suhtarvud

Enimkasutatud

- P/E (aktsia hinna ja kasumi suhe)
- EV/EBITDA (ettevõtte väärtuse ja amortisatsioonieelse ärikasumi suhe)
- Dividenditootlus või vaba rahavoo tootlus

Vähemkasutatud

- P/B (aktsia hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe)
- P/CF (aktsia hinna ja vaba rahavoo suhe)
- P/S (aktsia hinna ja käibe suhe)

Kasutatakse eelkõige võrdluses sarnaste ettevõtetega.

Suhtarvud P/E

$P/E = \text{aktsiahind} / \text{kasum aktsia kohta}$

Tugevus:

- Ettevõtte väärtus sõltub eelkõige teenitavast kasumist
- Levinuim võrdlusalus investorite hulgas

Nõrkus:

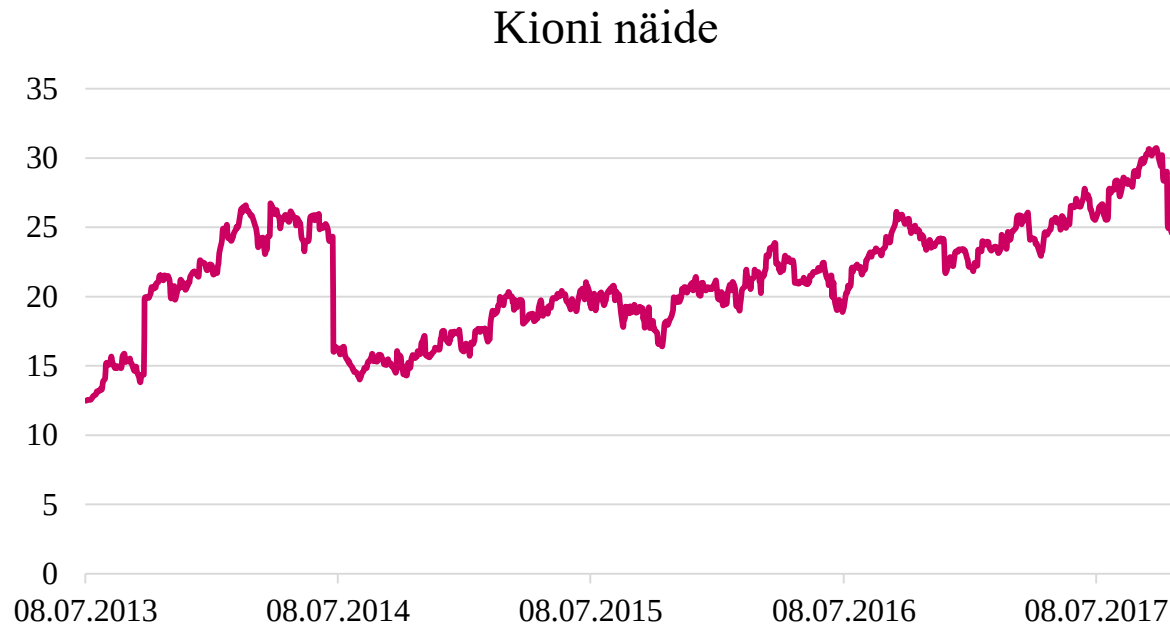
- Kahjumi korral või majanduse langusfaasis puudub kasutamisvõimalus.
- Kasuminäitajat tuleb tihti korrigeerida ühekordsete kulude/tuludega.

Kõrgem P/E võib näidata ülehinnatust, kuid samas ka suuremat kasvuperspektiivi.

Kioni näide:

Aktsiahind (EUR)	68,97
Aktsiate arv (mln)	113,1
Ettevõtte turukapitalisatsioon (EURm)	8140
12 kuu puhaskasum (EURm)	312,20
Kasum aktsia kohta	2,76
P/E jooksev	24,99

Ajalooline P/E



Alates turule toomisest on P/E suhtarv stabiilselt kasvanud. 2013. aastal maksid investorid iga Kioni teenitud euro eest 15 eurot, täna 25 eurot ning mõne kuu eest koguni 30 eurot. Suhtarvu kasv tähendab, et aktsia hind on kerkinud kiiremini kui kasumid.

Suhtarvud EV/EBITDA

$EV/EBITDA = (\text{turuväärtus} + \text{netolaenu}) / \text{amortisatsiooni ja intresside eelne kasum}$

Käive

- Ärikulud

EBITDA

- Amortisatsioon

Ärikasum

Tugevus:

- Võtab arvesse ettevõtte laenukoormuse
- Kasutatakse suuri investeeringuid nõudvate sektorite puhul, kus amortisatsioon on kõrge.

Kioni näide:

Aktsiahind (EUR)	68,97
Aktsiate arv (mln)	113,1
Ettevõtte turukapitalisatsioon (EURm)	8140
12 kuu EBITDA (EURm)	930,50
Koguvõlg (EURm)	2512,30
Raha ja ekvivalendid (EURm)	187,90
Netovõlg (EURm)	2324,40
Ettevõtte väärtus (EURm)	10464,40
EV/EBITDA jooksev	11,25

Teised suhtarvud

$P/B = \text{aktsiahind} / \text{omakapital aktsia kohta}$

- Kasutusvaldkond: finants, kinnisvarasektor
- Näitab ettevõtte likvideerimisväärtust

$P/S = \text{aktsiahind} / \text{müügitulu aktsia kohta}$

- Kasutusvaldkond: kiiresti kasvavad kahjumlikud ettevõtted
- Positiivne läbi majandustsükli, keeruline manipuleerida

$\text{Dividenditootlus} = \text{dividend aktsia kohta} / \text{aktsiahind}$

- Kasutusvaldkond: hilises arengufaasis, madala investeerimisvajadusega ettevõtted
- Dividend on kindlam osa tootlusest kui aktsia hinna tõus.

Sektori suhtarvude näide

Ettevõte		Mcap, EURm	P/E 2018	EV/EBITDA 2018	P/S 2018	P/B 2018	Div yield
Toyota Industries Corporation	Jaapan	17 138	15,6	12,3	1,2	0,92	1,9
Jungheinrich	Saksa	4 011	21,0	10,0	1,1	2,87	1,4
Hyster-Yale	USA	1 139	15,5	8,4	0,4	2,5	1,5
Anhui	Hiina	982	13,2	6,8	0,9	1,35	2,3
Mitsubishi Niciyu Forklift	Jaapan	707	26,0		0,2	1,1	1,3
Komatsu Limited	Jaapan	28 021	24,4	13,0	1,6	2,11	1,6
Doosan Industrial Vehicle	Lõuna-Korea	1 460	10,2	8,6	0,1	0,58	3,3
Hyundai Heavy Industries	Lõuna-Korea	6 511	33,8	10,5	0,5	0,73	0,7
Lonking	Hiina	1 617	13,3	7,4	1,4	1,66	3,9
Mediaan		1 617	15,6	9,3	0,9	1,4	1,6%
KION		8 145	16,4	8,9	1,0	2,33	1,8%

Kokkuvõte

Positiivset:

- Tugev turupositsioon, varajane siseneja logistikasüsteemide turul;
- Tugev struktureaalne kasv nii tõstukite kui logistikasüsteemide turul;
- Tõestatud võimekus parandada kasumeid tuludest kiiremini;
- Tugev ja stabiilne vaba rahavoog võimaldab vähendada võlataset ning suurendada tulevikus dividendimakseid.

Negatiivset:

- Hinnastatus on kerkinud ettevõtte ajaloolisest keskmisest kõrgemale;
- Kõrge hinna eest tehtud Dematicu ülevõtuga kaasneb integreerimise risk;
- Tõstukiturg ennenägemata kõrgustes, lühiperspektiivis oht turu jahenemisele.

Aitäh! Küsimusi?

Mari-Liis Kukk
Analüütik

Mari-Liis.Kukk@lhv.ee