KAWE KAPITAL EXTRA

2009 Q3 ÜLEVAADE 09.10.2009 Nr. 33 www.kawe.ee

Seal on alati „aga…“

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Augustis ärkas seni praktiliselt varjusurmas olnud M&A turg
- TeliaSonera kasutab kehva majandusolukorda Baltikumis oma siinsete tütarfirmade väikeaktsionäride väljaostmiseks
- Austraalia Keskpank jõudis esimese suurema keskpangana intresside tõstmiseni
- Teised keskpangad jätkavad madalate intresside hoidmist, USA-s on osad ajutised likviidsust lisanud meetmed juba lõpetamisel

Indeks	2009 Q3
S&P 500	15,0%
EUROSTOXX50	19,6%
NIKKEI 225	1,7%
BALTIC Benchmark	50,5%
USD	-3,6%
Jeen	2,9%

Kawe Investeerimisfond

30.09.09	NAV	Q3	12 kuud
A osak	97,00	38,6%	10,0%
E osak	9,67	38,1%	9,6%
D osak	11,22	44,2%	11,4%

Kuna Eesti Telekomi ja TEO aktsiad on suurimaid positsioone fondi portfellis, pühendan selle kommentaari peamiselt TeliaSonera (edaspidi: TS) pakkumisele mõlema ettevõtte väikeaktsionäridele. Leedu puhul tundub asi lihtne, pakkumishinnaga 1.83 LTL omandab TS minu arvates vaevalt rohkem, kui ühekohalise protsendi aktsiaid. Suuremad aktsionärid kaaluksid müüki ehk alles 2.50 LTL hinnatasemelt, normaalsetes oludes isegi märksa kõrgemalt. Praeguse hinnaga püüab TS vaid tõelisi hädasolijaid ja ühtlasi tekitab TEO madala hinnaga olukorra, kus investoritel oleks mõistlikum Eesti Telekomi aktsiatest loobuda ja raha odavamasse TEO-sse investeerida. Seda piirab samas aga asjaolu, et mõnelgi Baltikumis tegutseval fondil on juba niigi TEO aktsiate osakaal lubatud ülempiiri lähedal ja nemad turult aktsiaid osta ei saa. Kokkuvõttes sarnaneb pakkumine Leedus ebaõnnestunud 2004 Eesti Telekomi pakkumisele. Eurole üleminek pole Leedus lähiaastate küsimus ja jätab Teliale veel mõned aastad võimaluse siin aeg-ajalt jälle tekkivate devalveerimis-paanikate käigus oma osalust üritada kasvatada.

Sedapuhku tundub TS'i prioriteetsem eesmärk olevat olukorra enda kasuks lahendamine Eestis. Suuremas osas on eesmärk juba saavutatud. 27% aktsiaid omanud riik ja mõned väiksemad aktsionärid on pakkumise vastu võtnud. Eile teatas TS, et neil on õnnestunud saavutada üle 90% osalus. Tuleb silmas pidada, et ülevõtmispakkumisega üle 90% liikumise korral on Telial võimalus **kolme kuu jooksul** aktsionäride üldkoosoleku otsusega teistelt aktsionäridelt vähemalt 9/10 häältega aktsiad õiglase hinnaga üle võtta (VPTS[1] **§ 182[1]**). Pärast selle aja möödumist on selleks vaja 95/100 aktsiatega esindatud

häältest (Äriseadus[2] **§ 363[7]**). Kui üldkoosolek ei langeta otsust aktsiate ülevõtmiseks, pikeneb nende aktsionäride jaoks, kes ülevõtmispakkumist vastu ei võtnud, ülevõtmispakkumine kolme kuuni ülevõtmispakkumise tulemuste avalikustamisest alates (VPTS **§ 182[2]**). See muudab mõeldavaks ka variandi, kus investor TS praegust pakkumist vastu ei võta, kuna see annab investorile kolm lisakuud, mille käigus saab pakkumist kaaluda või jätab investori sisse TS algatatud aktsiate sundülevõtmisse. Kui keegi selle käigus saadud hüvitusega ei nõustu ja kohtu kaudu saavutab parema hinna, laieneks see kõigile, kellelt aktsiad on sundkorras üle võetud, kuid automaatselt ehk mitte praeguse pakkumise vastuvõtjale.

Kui TS käimasoleva pakkumise tulemusena 90% saavutab, oleks neil ühelt poolt igati mõistlik võimalikult kiiresti algatada aktsiate sundülevõtmine. Vastavalt ÄS **§ 363[2]** määrab põhiaktsionär sellisel juhul väikeaktsionäridele hüvitise, mille suurus määratakse ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva. Ülevõtmisega venitaja riskiks näiteks Eesti poolt eurokriteeriumite täitmisega, kuna devalveerimiskartuste kadu alandaks siinset riskipreemiat ja tõstaks varade õigustatud hinda. Kohese sundülevõtmise vastu sama 93 kroonise hinnaga võib aga rääkida see, et telekommunikatsiooniettevõtete aktsiahinnad on valdavalt (TS ülevõtmisprospektis[3] on kauplemiskordajaid võrreldud 21. augusti seisuga) praeguseks kõrgemal hinnatasemel. Osalt on TS enda pakkumise tulemusena likviidsuspigistusest vabanenud aktsiahinnad Baltikumis teinud läbi korraliku hinnatõusu ja riskipreemia langenud, mistõttu diskonteeritud rahavoogude meetodil põhinenud aktsiahind ülevõtmispakkumises ei pruugi olla enam vastav ettevõtte õiglasele väärtusele isegi ülevõtja enda finantsprojektsioonide põhjal. Neid kääre kahandab lisadividend, mis vahepeal pakkumishinnale lisaks otsustati välja maksta.

Hinna määramise alustest

Peamine küsimus pakutud aktsiahinna osas põhineb prospektis ainult põgusalt puudutatud hinna määramist. Prospekti kohaselt: *„Ostuhinna arvutamisel kasutati sarnaste, avalikult kaubeldavate telekommunikatsiooniettevõtete kauplemiskordajaid".* Vähemalt prospektist ei lähtu, et tähelepanu oleks pööratud sellele, et (bilansi mõttes) sarnase ettevõtte leiamegi me praktiliselt ainult Leedu TEO näitel. Ka seal pole ettevõttel praktiliselt võlga, mis eristab neid enamikust teisest. Objektiivne võrdlus eeldaks võrreldavate viimist ühele võrdlusbaasile. Seega näiteks tuleks modifitseerida analüüsis Eesti Telekomi bilansi struktuuri nii, et ka seal oleks võrdlusettevõtetega sarnanev kapitalistruktuur. Alles siis kujunevad kauplemiskordajad annaks meile otsese võrdlusvõimaluse. Küsitav on prospektis viidatud kauplemiskordajate määramine ainult 2009 majandustulemuste põhjal, kuna

[1] https://www.riigiteataja.ee/ert/act.jsp?id=13199256
[2] http://www.riigiteataja.ee/ert/act.jsp?id=13188675
[3] http://www.fi.ee/failid/teliasoneraprospect.pdf

Eestis on sellel aastal majanduslangus olnud järsem, kui Skandinaavias ja see moonutab lühiajalises plaanis siinsete ettevõte jooksva aasta põhjal kalkuleeritud suhtarve rohkem. Antud juhul oleks kõige mõistlikum kasutada suhtarvude normaliseerimist üle terve majandustsükli.

Minu arvates ei tohtinuks finantsinspektsioon selliste selgete puudujääkidega prospekti üldse kinnitada. Vastavalt VPTS **§ 170 lg. 2 peab** ülevõtja andma sihtisikutele ülevõtmispakkumise informeeritud kaalumiseks olulist, õiget, täpset, täielikku ja ühesugust teavet. Prospekti hinna määramise sõnastuse põhjal ei saa ma selle tingimuse täidetuses kahjuks veenduda.

Loomulikult on TS'l võimalus olukorras, kus nad näevad väikeaktsionäridel olevat reaalset võimalust kohtu kaudu välja nõuda kõrgemat hüvitist, aktsiate sundülevõtmise sammu isegi 90% saavutamisel praegu mitte astuda. Piirdutaks mõneks ajaks juba saaduga ja lastakse mööda piisav aeg (üks aasta ülevõtmispakkumise kooskõlastamisest) selleks, et praeguse pakkumise aktsepteerijad ei saaks teoreetiliselt enam esitada kahjunõudeid.

Seal on alati "aga…"

Praktiliselt kõik, kellel on vähegi kogemusi aktsiaturgudel, oleks pärast sellist järsku tõusu edasise tõusu ootamisega ettevaatlik. Inimloomusele on omane hiljutiste negatiivsete kogemuste tõenäosuse ülehindamine. Kogetud tulekahju, vargus või üleujutus sunnib inimest nende sündmuste edasist tõenäosust pidama suuremaks, kui ta seda varem arvas ja see tegelikkuses on. 2008 raputused aktsiaturul on veel kõigil liiga värskelt meeles, et saada lahti tundest, et kogu see aktsiaturgude värk kõnnib sedavõrd hapral jääl, et on ainult aja küsimus, millal kõik jälle "kõigi benjaminide poole" põrutatakse. Kahtlemata see juhtub, küsimus on ainult selles, kas meil on üldse olemas mingit usaldusväärset meetodit selle sündmuse prognoosimiseks. Mõnegi kommentaatori levitatav illusioon sellest, et on võimalik investeerida ainult headel aegadel ja halbadel aegadel deposiidis istuda, peaks olema viimaste kvartalite tõusu mahamagamise korral olema mõnevõrra murenenud. Soovi korral võib eeldada, et paarsada aastat aktsiaturgude tõusust on olemuselt "karuturu ralli" ja edaspidi tuleks aktsiaid varaklassina ignoreerida. Kui seda mitte teha, tuleb möönda, et turgu on üliraske lüüa ja pikaajaliselt loodetava kõrgema tootluse nimel tuleb leppida aktsiate volatiilsusega. Võib olla on mingil määral võimalik lüüa ühte suhteliselt efektiivsemat turgu (näiteks USA), investeerides teistel turgudel, mis on olemuselt ebaefektiivsem?

Likviidsuspigistused, kus oma aktsiaid sundviskes olles ilma hinnale mingit tähelepanu pööramata maha müüakse, paistavad seda mõnevõrra kinnitavat. Investorid, kes suudavad seda ära kasutada, teenivad loodetavasti sellelt järgnevatel aastatel korralikku tootlust.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee