

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Brexiti ajakava täpsustus, kaheaastase lahkumisperioodi avaldus esitatakse enne 2017 märtsi lõppu
- Fed valmistab turge ette intressitõstmiseks detsembris
- Brexiti asemel tekitas volatiilsust Deutsche Bank

Indeks	2016 Q3
S&P 500	3,3%
EUROSTOXX600	3,9%
NIKKEI 225	5,6%
BALTIC Benchmark	3,8%
USD	-0,8%
Jeen	0,7%

Compensa Kasvuportfell ¹	3 kuud	6 kuud	9 kuud	aasta algusest	1 aasta	2 aastat	3 aastat	Alates 22.10.02
	3,0%	2,3%	1,3%	1,4%	5,4%	7,8%	3,9%	6,8%

Portfelli koosseis	30.09.16
Varaklass	Osakaal
Sularaha	2,1%
Võlakirjad	14,3%
Balti riikide aktsiad	59,5%
Muude Euroopa riikide aktsiad	15,9%
Jaapani aktsiad	3,3%
USA aktsiad	4,9%
Portfelli maht, mio EUR	6,8

Ago Lauri
ago@kawekapital.ee

Kvartali jooksul portfellis suuremaid muudatusi ei toimunud. Vähendasime vaid veidi Balti riikidest pärit emitentide aktsiapositsiooni ja kasutasime vabanenud vahendeid aktsiaseltsi Inbank pikaajaliste võlakirjade märkimiseks.

- Portfellis olevatest võlakirjadest enamuse moodustavad endiselt Nelja Energia ja Raiffeisen Panga võlakirjad.
- Aktsiatest on suuremad positsioonid Tallink, TEO LT, Ekspress Grupp ja saksa börsiindeksit DAX jälgendava fondi osakud.
- USA aktsiapositsioonidest moodustavad enamuse suurte kommertsbankade aktsiad, millele võiks intressitõus mõjuda positiivselt.

¹ Portfelli tootlus vastaval perioodil. Alates 1 aastast annualiseeritud

„London calling“

Kvartali jooksul asendus Brexiti teema turgudel tasapisi muudega ja peamiselt tekitas volatiilsust Deutsche Bank (DB). Langev aktsiahind ja panga turukapitalisatsioonist kordades suurem ja sellega võrreldavas suurusjärgus ebalikviidsena kajastatud tuletisinstrumentide portfell on asjaolud, mis on ka varem negatiivsed fantaasiad (hilisematest näiteks suure võimendusega toorainemaakler Glencore) kuni emotsioonide jahtumiseni käima pannud. Sakslaste senine jäik vastasseis soovidele mujal Euroopas näha pankade päästmiseks riigiabi kasutamist teeb DB-le selle andmise poliitiliselt väga ebamugavaks, nii et hullema paanika vallapääsemise korral saaks tõepoolest ette kujutada Lehmani taolist süsteemse riski realiseerumist. ECB-l on nüüd olemas piisavalt instrumente, et Euroopa pangad saavad pagevate kliendivarade tõttu tekkida võiva likviidsuspitsituse ületada ja mõnel juhul sellest isegi teenida, kui näiteks pangal endal on võimalus oma võlga madala hinnaga tagasi osta.

Telekomi saagast

Kuna lõppenud kvartali jooksul otsustasime võitlust Teliaga Eesti Telekomi aktsiate eest täiendava hüvitise saamiseks jätkata riigikohtus, siis teen seekord põike sellesse teemasse. Suur ja tänuväärne töö on meid esindavate advokaatide poolt tehtud juba sellega, et selline ühine väikeaktsionäride esindus saab Eestis esmakordselt läbi proovitud. Praktiliselt on väikeste osakaaludega väikeaktsionärid tihti võimetud

sundülevõtmisel õiglaseks hüvitiseks määratu vaidlustamiseks. Kui õiglaseks hüvitiseks nimetatu kohal on küsimärke, siis saab loodud pretsedendi alusel nüüd ühise esindaja abil kohtus lasta selle üle kontrollida.

"Esmalt nad ignoreerivad sind, siis naeravad sinu üle, siis võitlevad nad sinuga ja siis sa võidad". Mahatma Gandhi :)

Senine asjade kulg on igatahes seda järginud ja praegu oleme kolmandas faasis. Kohtunik on maakohtus teinud oma tööd lugupidamist vääriva põhjalikkusega, aga mul on tunne, et on otsustanud teha osapoolte arvamuste vahele väärtusest kompromissi. Kohtunik on valinud diskonteeritud rahavoogude meetodiga leitud väärtuse ühe sisendina mitte regressiooniga tuletatud ettevõttepõhise beeta² vaid Euroopa telekommunikatsiooniettevõtete keskmise. Kuna Eesti Telekomi beeta oli madalam sektori keskmisest, siis tuleneb siit päris suur vahe kapitali hinnas ja kokkuvõttes ettevõtte väärtuses. Ma olen veendunud, et antud juhul pole vähemalt prognoosiperioodideks sektori keskmise beeta kasutamine põhjendatud, kuna tegu oli vähemalt Baltikumi mõistes pidevalt kaupleva aktsiaga, mille beeta just nimelt seda ettevõtet hinnates oleks loomulik valik sisendiks. Väikeaktsionäre huvitab nendelt võetud vara väärtus, mitte Euroopa keskmine. Kindlasti võib argumenteerida pikemaajaliselt, et sektoris toimuvad ühtlustusprotsessid ja võib olla kümne aasta pärast pole Eesti Telekom oma turul sedavõrd

² Beeta lühikest sisuseletust vt näiteks: <http://www.forbes.com/sites/robrussell/2014/07/15/abc-of-investing-for-experienced-investors/#75969d31588d>

tugevas positsioonis. Jätkuperioodi beeta võiks seetõttu olla lähedasem keskmisele. Antud juhul on kohus teinud otsuse, kus ettevõtte väärtuse määramisel on kasutatud suuremat beeta väärtust, kui kasutasid isegi Telia enda palgatud eksperdid ja jätnud sellise lähenemise mõistetava põhjenduseta. Küsisin äsja Eesti tuntuimatelt aktsiaanalüütikutelt, millise beeta valiksid nemad börsil noteeritud ja likviidsemate hulka kuuluva Baltikumi ettevõtte kapitalihinna sisendina. Kõigi jaoks oli esmane ettevõttepõhine lähenemine ja regressioonanalüüs sarnaselt meie arvamusele.

Ma leian, et väikeaktsionäride esindajate poolt kohtule esitatud akadeemiline käsitlus ettevõtte väärtusest oli juba mitme sisendi valikul kompromiss. Näiteks oli valitud, et Eesti eurole üleminek toimub alles vastavalt kõige konservatiivsemale (Nordea) prognoosile aastal 2014, mitte aastal 2011, nagu see tegelikult toimus. See mõjutas väärtust üsna oluliselt. Kui sellises väärtushinnangus kasutatakse mitte baastsenaariumit, vaid pessimistlikku või optimistlikku hinnangut, on otsus kiiva ühe osapoole suunas ja kindlasti peaks kohus sellisest kallutatusest hoiduma.

Oleme teinud omapoolse pakkumise Teliale kompromissiks kohtu poolt määratu ja meie esitatud väärtushinnangu vahele, kuid pole saanud sellele vastust. Tõenäoliselt seetõttu, et praegu kohtu poolt määratud hüvitis on sellest märksa madalam ja ei motiveeri neid väikeaktsionäridega kokku leppima. Seega tuleb kohtulahingut jätkata riigikohtus.

Kristjan Hänni

kristjan@kawekapital.ee