

Probleemid Lõuna-Euroopas

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Euroopa lõunaosariikide mõnda aega tagaplaanil olnud probleemid teravnevad ja EUR nõrgenes aasta lõpus selle mõjul USD suhtes
- Aasta kujunes väga heaks praktiliselt kõigile riskantsetele varaklassidele, mida ülemüüdum finantskriisis, seda parem tootlus reeglina 2009
- 2010 ootused aktsiaturu osas on analüütikutel valdavalt ettevaatlikult positiivsed

Indeks

2009 Q4

S&P 500	5,5%
EUROSTOXX50	3,1%
NIKKEI 225	4,1%
BALTIC Benchmark	-7,5%
USD	2,2%
Jeen	-1,3%

Kawe Investeerimisfond

31.12.09	NAV	Q3	12 kuud
A osak	93,28	-3,8%	46,3%
E osak	9,30	-3,8%	45,8%
D osak	10,56	-5,9%	49,6%

Veel selleski kommentaaris peatun paraku pikemalt 12. jaanuaril fondilt ülevõetavatel Eesti Telekomil aktsiatel. See, milliseks kujuneb TeliaSoneraga lõppmäng siin Eestis võib midagi üle kanda ka Leedu konteksti, mistõttu fondis oleva TEO positsiooni tõttu on sellel teemal meie jaoks ka edaspidi tähtsust.

Olen juba aastaid pidanud aktsiate sundülevõtmist esimeseks võimaluseks, kus selle ettevõtte *full economical value* aktsionäride jaoks vähemalt teoreetiliselt kättesaadavaks muutub. Nimelt nõuab rahvusvaheline kohtupraktika ja ka Eesti Riigikohtu lahend kunagises H. Meeritsa õiglase hüvitise nõudes Liviko aktsiate eest sundülevõetavate aktsiate eest **täieliku majandusliku kompensatsiooni** maksmist. Ka riigi poolt läbi läbirääkimistega saavutatud

müügitingimuste (erakorraline dividend sellel aastal ja kolmeks aastaks kinnitatav dividendipoliitika, millega mõlemal juhul kaasneb tulumaks riigile) saadav paar-kolmkümmend lisakrooni on minu hinnangul pigem hädasoleva müüja poolt saavutatud hind.

Telia CFO ei vastanud kahjuks erakorralisel üldkoosolekul sisuliselt minu küsimusele, millistel eeldustel on ülevõtmisprospekti kohaselt "93 kroonist hinda toetav" DCF analüüs koostatud. Pakkumine tehti peamiselt turuvapustuse mõjul madalale aktsia turuhinnale tuginedes ja tänu 90% ületamisele ülevõtmispakkumisega vältides audiitori aruandes teiste objektiivsemate meetodite kasutamist.

Objektiivne väärtusanalüüs eeldaks antud juhul minu hinnangul järgnevat:

- 1) Majandustsükli mõju tuleb arvestada ja ettevõtte majandustulemusi peab võrdlustes normaliseerima üle terve tsükli.

2) Eesti ühineb suure tõenäosusega varsti eurotsooniga. Kui ettevõtte tulud on eurodes, saame analüüsi riskivaba tootluse määramisel suure tõenäosusega juba aastast 2011 kasutada lähendina näiteks vastava perioodi Saksamaa valitsuse võlakirjade tootlust. Praegu peab leppima vaid üsna ebamäärase oletusega, missugune see võiks praegu EEK-ides olla. Odavamaks muutuks võlakapitali hind. Erakorraliste dividendide väljamaksmiseks võttis ettevõtte laenu EEK-ides, just nagu poleks kuulnudki EEK seotusest EUR-iga ja peatselt eurole üleminekust. Muidugi on aastaga mõnekümne miljoni minemaviskamine ettevõtte suurust arvestades kõõmes. Sama intressikulu DCF analüüsis järgnevate aastate arvestuses kasutamine muudaks ettevõtte väärtust oluliselt madalamaks. Selline eeldus oleks olemuselt väär, kui pole enam EEK-i, pole olemas ka "EEK prime" + marginaal laenamist vaid laenamine EUR-is.

3) Ettevõtte väärtust tuleb hinnata nii, et aktsionärid saaksid kompensatsiooni ka selle seni tahtlikult varjatud osalt. TeliaSonera on aastaid hoidnud siinse tütarfirma võlavabana, kasutades selle bilansi tugevust samas ära konsolideeritult grupi tasemel võimenduse võtmisel ja selle puhul jälgitavate suhtarvude parandamiseks. DCF-i modifikatsioon, mida saab võlavaba ettevõtte teoreetilisel muutmisel võlaga ettevõtteks kasutada, on *Adjusted Present Value* meetod. Selle abil saab leida, milline oleks ettevõtte väärtus optimaalse kapitalistruktuuri korral. Seni kasutatud

vaid aktsiakapitali vormis kapital on tavaliselt selle kõige kallim vorm ja selle odavama ja intresside osas kuldesse kandmisvõimalusega võlakapitali vastu vahetamisega on võimalik oluliselt ettevõtte väärtust suurenda. Alles pärast kapitalistruktuuri optimeerimist on võimalik leida, milliseks kujuneksid siis Eesti Telekomi muud suhtarvud. Pärast seda pluss optimaalse kapitalistruktuuriga ettevõtte majandustulemuste normaliseerimist saaks neid teiste sama sektori ettevõtetega otseselt võrrelda ja hinnata pakutava hüvitise vastavust täielikule majanduslikule kompensatsioonile. Lihtsustusena võib minu arvates analüüsis kasutada kasvõi Skandinaavia integreeritud telekomioperaatorite *target gearingut*.

4) Erakorraliste dividendide ja kolmeks aastaks kahe aktsionäri kokkuleppena kinnitatud dividendipoliitika mõju. Mõlema juhuga kaasneb maksutulu riigile ja seda tuleb arvestada ka analüüsis. Vaevalt oleks riik 93 EEK pakkumist vastu võtnud ilma nende lisatingimustega. Alternatiivselt TeliaSonerale Eesti Telekomi ülevõtmispakkumise korraldamist pakkunud ühe teise panga poolt pakutud tehingustruktuur oleks tähendanud kõigile aktsionäridele kõrgemat ostuhinda. Ainult väga pinnapealne analüüs ei nendiks, et sisuliselt maksab TeliaSonera riigile aktsionärina saavutatud müügitingimustena olulise osa müügituludest läbi maksutulude. Maksutulud laekuvad riigile mitte

põhiaktsionärit, vaid Eesti Telekomi väärtuse arvelt. See on sisuliselt ühekordse iseloomuga otsuse mõjul tekkiv kulu ja sellisena tuleb seda ka kajastada.

Loomulikult tuleb möönda, et siin välja toodus on võimalusi sisulisteks eriarvamusteks. Seetõttu ei soovi ma enda arvamusega Eesti Telekomi väärtusest kedagi siinkohal ärritada. Korreksem on antud juhul õiglast hüvitist nõuda hagita menetluses ja selle kaudu leida mõni pädev erapooletu ekspert, kes suudab selle materjali objektiivselt läbida. Nõustuksin sellise analüüsiga rõõmuga, kui selles ei sisaldu ilmseid loogikavigu.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee

Kreeka ja muud

Detsembris tekitas finantsturgudel ärevust Kreeka oma kiiresti paisuva võlakoormaga. Kui Eesti üritab Euroopa rahaliitu pääsemiseks hoida oma eelarve puudujääki kõiki vahendeid kasutades 3% piires siis eurotsooni kuuluvas Kreekas on eelarve puudujääk üle 9%. Mure Kreeka võlakoorma pärast tegi selleks korraks lõpu ka dollari nõrgenemisele. Kreeka majandus moodustab vaid paar protsenti eurotsooni SKPst kuid sealsed probleemid tõid esile rahaliidu ununema kippunud fundamentaalsed probleemid. Rahaliidus saab paraku olla vaid üks rahapoliitika samas kui iga rahaliitu kuuluv riik otsustab ise oma eelarvepoliitika üle. Teoreetiliselt peaks liigset võlgelamise tahtmist ohjeldama Maastrichti kriteeriumid aga praktikas tunduvad need pigem kehtivat vaid rahaliitu astumise hetkel. Kui

varasemalt lahendasid traditsiooniliselt lödva eelarvepoliitikaga Lõuna-Euroopa riigid oma konkurentsi ja võlakoorma probleeme perioodilise valuuta devalveerimisega siis rahaliidu tingimustes seda võimalust enam ei ole. Finantsturud karistavad samas hädasolijat kõrgemate reaalintressidega mis süvendab majandusprobleeme veel täiendavalt ja loob võimaluse, et ka mõni eurotsooni riik võib sattuda nn. võlalõksu mis seni on olnud omane pigem arengumaadele. Kreeka ei ole paraku ainukene eurotsooni riik kus võlakoorem kontrolli alt väljuma kipub. Sarnased probleemid on ka Itaalias, Hispaanias ja Portugalis ja kui Kreeka stsenaarium peaks levima ka nendes riikides siis on sellest tulenevad probleemid oma suurusjärgult võrreldavad viimase finantskriisiga. Investorid, kes enne Kreeka probleemide eskaleerumist olid veendunud, et suure rahatrükkimise käes vaevlev dollar saab euro suhtes ainult nõrgeneda täna kindlasti enam nii sama veendunult dollari nõrgenemist ei oota.

Ago Lauri
ago@kawe.ee