

Balti analüüsid

14. märts 2017

Joonas Joost

Vanemanalüütik



Tänane seminar

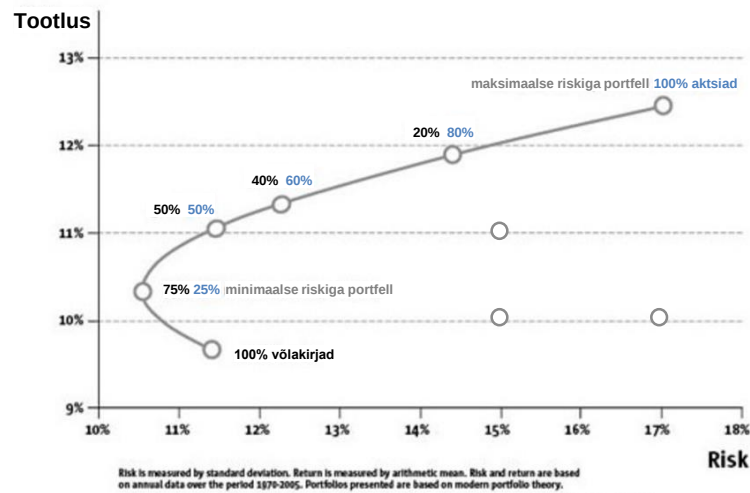
- Põgus teoreetiline raamistik
- Miks ja millal Balti turgudel investeerima peaks
- Peamised väliskeskkonnanäitajad ja prognoosid
- Balti väärtpaberite turgudel toimunu ja suundumused
- Konkreetseted ettevõtted ja soovitude taust

Põgus teoreetiline raamistik

Mis on investeerimine

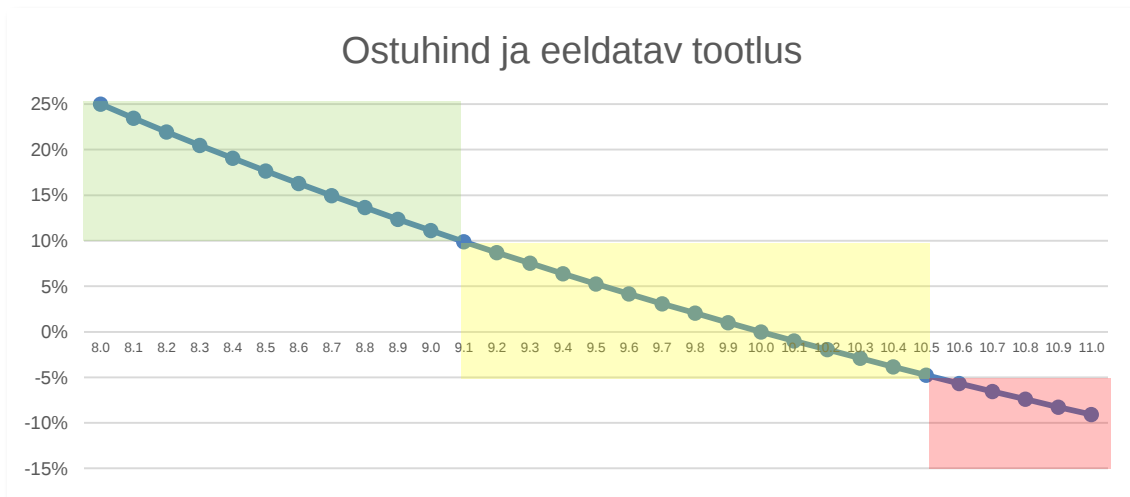
- Rahaliste vahendite pikaajaline paigutamine **tulevikus** saadava tulu ja rahavoo **ootuses**
- Investeering on kasumlik kui väljund ületab sisendit
- Tootlus on väljundite ja sisendite suhe
$$\frac{(\text{Väljund} - \text{Sisend})}{\text{Sisend}} = \text{Tootlus} \quad \frac{(1100 - 1000)}{1000} = 0.1 = 10\%$$
- Lisaks tootlusele tuleb arvestada riskiga
- Kõrgemat riski õigustab ainult kõrgem tootlus

Aktsiad ja võlakirjad: risk vs tootlus
1970-2005



Oodatav- ja ostuhind määravad tootluse

- Ootame, et aktsia hind ja õiglane väärtus on aasta pärast 10.00 (dividende ei maksa)
- Ostes hinnaga 8.00 on eeldatav aastane tootlus 25%
($10.00 / 8.00 - 1 = 25.0\%$)
- Ostes hinnaga 10.00 on eeldatav tootlus 0%



Tüüpilisemad riskid

- **Tururisk** – oht teenida kahjumit kogu väärtpaberiturul või mõnes selle osas toimivas üldises ebasoodsas hinnaliikumises tulenevalt näiteks riigi või sektori nõrkadest majandusnäitajatest, -keskkonnast, ebastabiilsusest või välisest šokist – **Investeeringute hajutamine varaklasside ja turgude lõikes**
- **Hinna-/äririsk** – oht, et konkreetse ettevõtte väärtpaberi väärtus langeb või kaob pea täielikult (pankrot) tulenevalt ettevõtte spetsiifilistest teguritest - **Investeeringute hajutamine ettevõtete lõikes, fondid, indeksfondid**
 - Laenukohustused
 - Konkurents
 - Erinevad kontsentratsiooniriskid (sõltuvus väikesest arvust klientidest, süsteemidest, tööstusest...)
 - Muud tegurid – kohtuvaidlused, põhitegevusega mitte seotud finantsinvesteeringud, tehingud seotud osapooltega, antud garantiid jne
- **Poliitiline/õigusrisk** – oht, et poliitiliste muutuste, ettevõtete riigistamise, ebasoodsate piirangute või kohustuste kehtestamise tagajärjel investeeringu väärtus langeb või kaob täielikult
- **Krediidirisk** – oht investeeringu väärtuse languseks tulenevalt ettevõtte majandusraskustest või nõrgast finantspositsioonist, mis takistavad investorite ees võetud kohustuste täitmist (eelkõige võlakirjade puhul)
- **Likviidsusrisk** – oht kahju saada tulenevalt asjaolust, et investeeringut ei õnnestu müüa soovitud ajal ja/või turuhinna lähedalt
- **Valuutarisk** – vara väärtuse vähenemine tulenevalt valuutakursi muutusest
- **Intressirisk** – oht, et väärtpaberite (eelkõige võlakirjade) väärtus väheneb tulenevalt üldisest intressimäärade tõusust

Miks on Tesla aktsia hind 250?

- Viimase 5 aasta puhaskahjum kokku 2.3 miljardit USD
- Ettevõtte turuväärtus kasvanud 3.9 miljardilt 40.6 miljardile USD

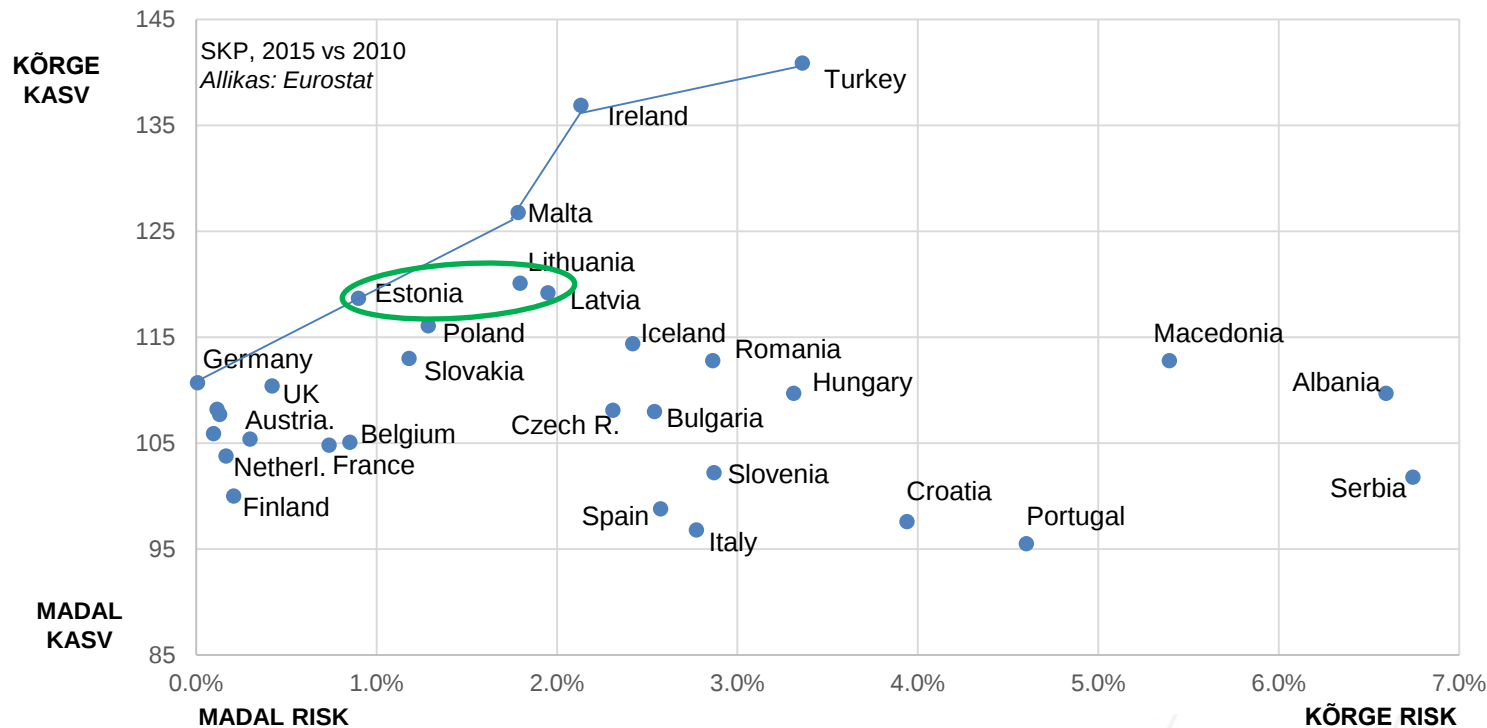


mUSD	2017	2018	2019
Käive	11 577	17 606	24 256
Puhaskasum	-497	-302	272
EPS (USD)	-3.12	-2.78	3.01

Allikas: 4-traders.com

Miks ja millal Balti turgudel investeerima peaks

Mõistlik makrotasandi riski ja tulu suhe



Riigi võlakirjadel ning 'CDS spread'il põhinev viie aasta keskmine riigiriski preemia
Allikas: Aswath Damodaran and mebaas

Balti turu eelised/puudused

Peamised eelised:

- tuttavamad ettevõtted, ärikeskkond & rohkem informatsiooni (sh eesti keeles);
- madalad teenustasud: 3 EUR + 0,2% (haldustasuta) - mõistlik investeerida ka väikeste summadega;
- otsese valuutariski puudumine;

Madalam volatiilsus (näiteks võrreldes USA turuga)

Puudused ja omapärad:

- madal likviidsus - suuremaid koguseid keeruline kaubelda, kõrge *spread*;
- lühikeseks müük pole võimalik;
- puudub võimalus sisestada stopp ordineid,

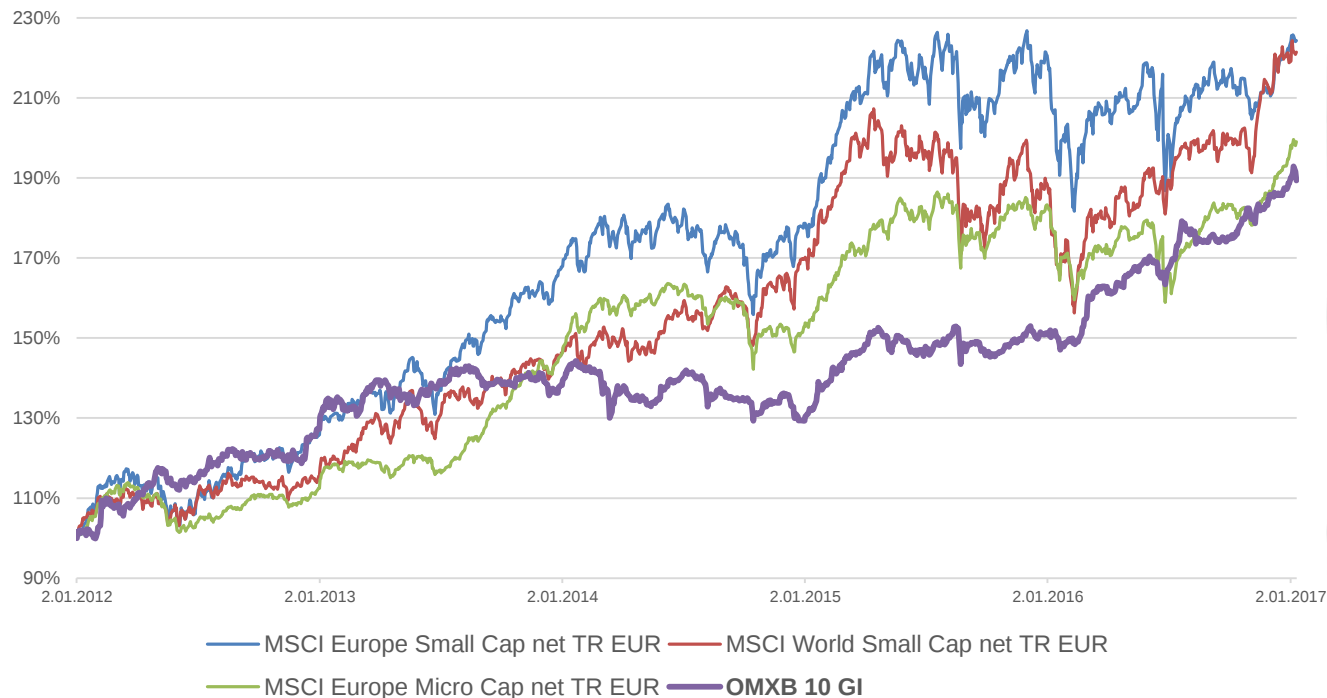
Balti põhinimekirja ettevõtted

	Ettevõte	Sümbol	Turg	FF*	FF* Väärtus EURm	Väärtus EURm	
74%	Tallink Grupp	TAL1T	TAL	28%	176.3	636.4	
	LHV Group	LHV1T	TAL	49%	118.8	243.4	
	Tallinna Kaubamaja Grupp	TKM1T	TAL	26%	99.3	380.8	
	Olympic Entertainment Group	OEG1T	TAL	34%	96.3	283.8	
	Tallinna Vesi	TVEAT	TAL	30%	82.8	276.0	
	Šiaulių bankas	SAB1L	VLN	36%	69.5	192.1	
	Telia Lietuva	TEL1L	VLN	12%	65.4	552.3	
	Apranga	APG1L	VLN	34%	50.1	148.2	
17%	Energijos Skirstymo Operator.	ESO1L	VLN	5%	41.8	832.0	
	Olainfarm	OLF1R	RIG	31%	39.0	127.8	
	Silvano Fashion Group	SFG1T	TAL	38%	38.9	103.2	
	Klaipėdos nafta	KNF1L	VLN	17%	38.9	223.0	
	Pieno žvaigždės	PZV1L	VLN	53%	35.2	65.9	
	Grigeo Grigiškės	GRG1L	VLN	45%	32.2	72.3	
	Linas Agro Group	LNA1L	VLN	28%	29.3	104.1	
	Harju Elekter	HAE1T	TAL	40%	24.7	61.2	
	Merko Ehitus	MRK1T	TAL	13%	19.8	147.8	
	Latvijas kuģniecība	LSC1R	RIG	20%	18.7	91.4	
	Rokiškio sūris	RSU1L	VLN	28%	15.5	55.5	
	Lietuvos energijos gamyba	LNR1L	VLN	3%	13.1	402.0	
	Nordecon	NCN1T	TAL	30%	12.5	42.1	6%
	Ekspress Grupp	EEG1T	TAL	31%	12.1	39.0	
	Vilkyškių pieninė	VLP1L	VLN	32%	9.0	28.1	
	Grindeks	GRD1R	RIG	18%	8.3	46.1	
	Panevėžio statybos trestas	PTR1L	VLN	50%	7.9	15.8	
	SAF Tehnika	SAF1R	RIG	40%	4.5	11.4	
	Arco Vara	ARC1T	TAL	53%	4.4	8.4	
	Baltika	BLT1T	TAL	35%	4.4	12.5	3%
	PRFoods	PRF1T	TAL	27%	4.1	15.2	
	HansaMatrix	HMX1R	RIG	13%	1.7	13.3	
	Skano Group	SKN1T	TAL	40%	0.9	2.2	
	Utenos trikotažas	UTR1L	VLN	8%	0.7	8.6	

* Free float – avalikkuse hulka kuuluvatele investoritele kuuluv aktsiate osa (hinnanguline)

Balti börsid – üks võrreldav alternatiiv

Indeksite brutootlused (koos dividendidega)



Peamised väliskeskkonnanaäitajad ning prognoosid

Valitud makromajanduse näitajad

SKP reaalkasv, %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Eesti	-4.2	-14.1	2.6	8.3	5.2	1.4	2.8	1.4	1.1	2.3	2.6
Läti	-3.3	-17.7	-1.3	5.0	4.0	2.9	2.1	2.7	1.9	2.8	3.0
Leedu	2.9	-14.8	1.6	6.1	3.8	3.5	3.5	1.8	2.0	2.7	2.8

THI muutus, %

Eesti	10.6	0.2	2.7	5.1	4.2	3.2	0.5	0.1	0.8	2.6	2.7
Läti	15.3	3.3	-1.2	4.2	2.3	0.0	0.7	0.2	-0.1	1.8	2.0
Leedu	10.9	4.2	1.2	4.1	3.2	1.2	0.2	-0.7	0.7	1.7	2.1

Nominaalpalga muutus, %

Eesti	3.1	-3.2	2.3	0.8	6.9	4.6	4.2	5.7	6.1	5.1	5.0
Läti	21.0	-12.7	-4.9	3.7	6.1	5.5	8.6	6.9	5.1	5.5	5.5
Leedu	10.1	-9.9	7.2	6.3	4.2	5.4	4.7	5.3	5.4	6.1	6.3

Töötuse määr, %

Eesti	5.5	13.8	16.7	12.3	10.0	8.6	7.4	6.2	6.5	7.4	8.3
Läti	7.5	18.2	19.5	16.2	15.0	11.9	10.8	9.9	9.6	9.2	8.8
Leedu	5.8	13.6	17.8	15.4	13.4	11.8	10.7	9.1	7.6	7.4	7.0

Stabiilne majanduskeskkond

- **Lähiaastatel väljavaated stabiilsed** – madal reaalkasv (2-3%), inflatsiooni kiirenemine ning reaалpalga kasvu aeglustumine;
- Balti majandusi toetab **sisetarbimine** ning **tarbijate suurenenud kindlustunne**;
- **Euroopa abifondide kasutamise** kasv toetab eeldatavalt investeeringuid ja ehitussektorit (Eestis võimalik ka **lühiajaline positiivne mõju EL eesistumisest** ning uue valitsuse tegevustest);
- Peamiste kaubanduspartnerite majandustes **kasv, kuid samuti madal**.
- Suurenenud ja jätkuvalt **kõrge ebakindlus maailmamajanduses** (geopoliitilised probleemid, suurenev proteksionism), mis võib negatiivselt mõjutada kaubanduspartnerite majandusi.

Uue valitsuse plaanide mõju Eestis

- Võimalikud muudatused puudutavad üksikisiku tulumaksu ja ettevõtete dividendide maksustamist, lahja alkoholi aktsiisimäärade tõstmist, mootorsõidukite täiendavat maksustamist ning infrastruktuuri investeeringud.

[illegible]

Peamised kaubanduspartnerid

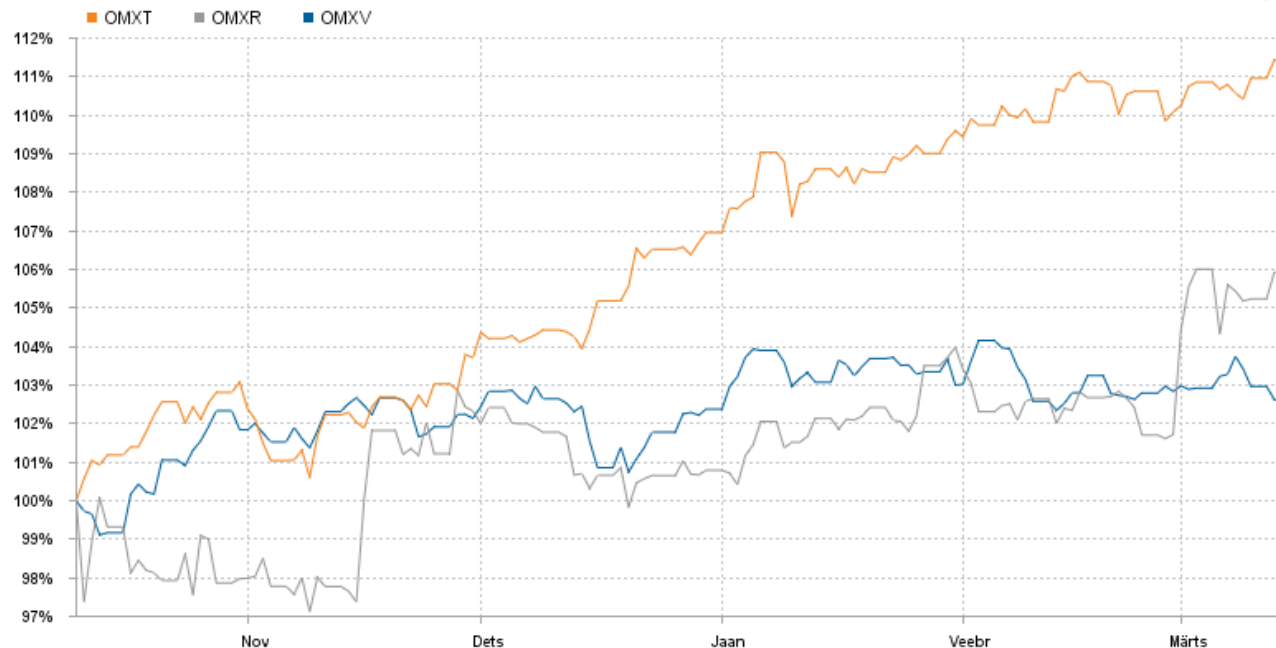
- **Soome majandus taastub, kuid kasvutempo jääb lähiaastatel aeglaseks**
 - Suurenenud ehitussektori investeeringud, kodumajapidamiste tarbimine kasvab aeglaselt edasi.
 - Tööstussektori käekäik paranes 2016 II poolaastal, kuid väliskaubandus jätkuvalt nõrk.
 - 2016 ametiühingute ja valitsuse vahel sõlmitud konkurentsivõimepakt toetab konkurentsivõimet.
- **Rootsi majanduskasv aeglustub ca 3.3%lt 2016. aastal 2.0%le 2017. aastal.**
 - Majanduskasvu peamised vedajad on investeeringud ja kodumajapidamiste tarbimine.
 - Keskpanga rahapoliitika soodustab märkimisväärselt kodumajapidamiste elamuinvesteeringuid.
 - Nõrk Rootsi kroon toetab eksporti.
- **Venemaa majanduslangus taandub ning Venemaa keskpanga hinnangul võib 2017 aastal oodata kuni 1% kasvu** (eeldusel, et nafta hind on vähemalt 40 USD/barrel).
 - Majandusaktiivsus paraneb järkjärgult edasi.
 - Investeeringud, ehitussektor ja eratarbimine jätkuvalt nõrgad (viimane tarbijate kehva ostujõu tõttu)
 - Hoolimata reaalpalkade mõningasest kasvust kodumajapidamiste reaalselt kasutatav tulu vähenes.

Intressikeskkond ja energiahinnad

- **Intressimäärad järgnevad paar aastat jätkuvalt väga madalad**
 - Euroala intressimäärad jätkuvalt väga madalad kogu 2017 ja ilmselt ka vähemalt 2018 I poolaasta;
 - Alles 2019 aastal oodatakse euroala inflatsiooni kiirenemist 1.7%ni. Võimalik, et 2018 II poolaastal või 2019 vaadatakse rahapoliitika selles valguses üle.
- **Maailmaturu energiahindadel puudub nii selge väljavaade**
 - 2016 aasta Novembri keskpaigast järsk tõus (tulenevalt OPECi ja kolmandate riikide 6-kuulisest tootmiskärbete kokkuleppest).
 - Tulenevalt madalast võrdlusbaasist 2017 jaanuaris ja veebruaris keskmine toornafta hind 81.5% ja 70.9% kõrgem kui aasta varem. Veebruaris hinnad stabiilsed ja jaanuari tasemel.
 - Ameerika Ühendriikide Energia Informatsiooni Administratsiooni (EIA) toornafta hinnaproгноos 2017 ja 2018 aastaks 55 ja 57 USD/barrel (2015 ja 2016 aasta keskmised: 52.4 ja 43.5);
 - Eelmine nädal üle 10%-line langus naftahindades – võimalikud põhjused hõlmavad kauplejate vähenevat usku OPECi kokkuleppe tõhususse aga ka USA kildanafta puuraukude kõrge arv.
 - Lühiajaliste tegevuskulude põhjal on USA kildanafta- ja gaasi tootjate tasuvuspunkt ca 15-16 USD/barreli juures. Arvestades pikaajalist kulude taset (sh. investeeringuid) on see ligi 70 USD/barrelit (*Capital Economics*).

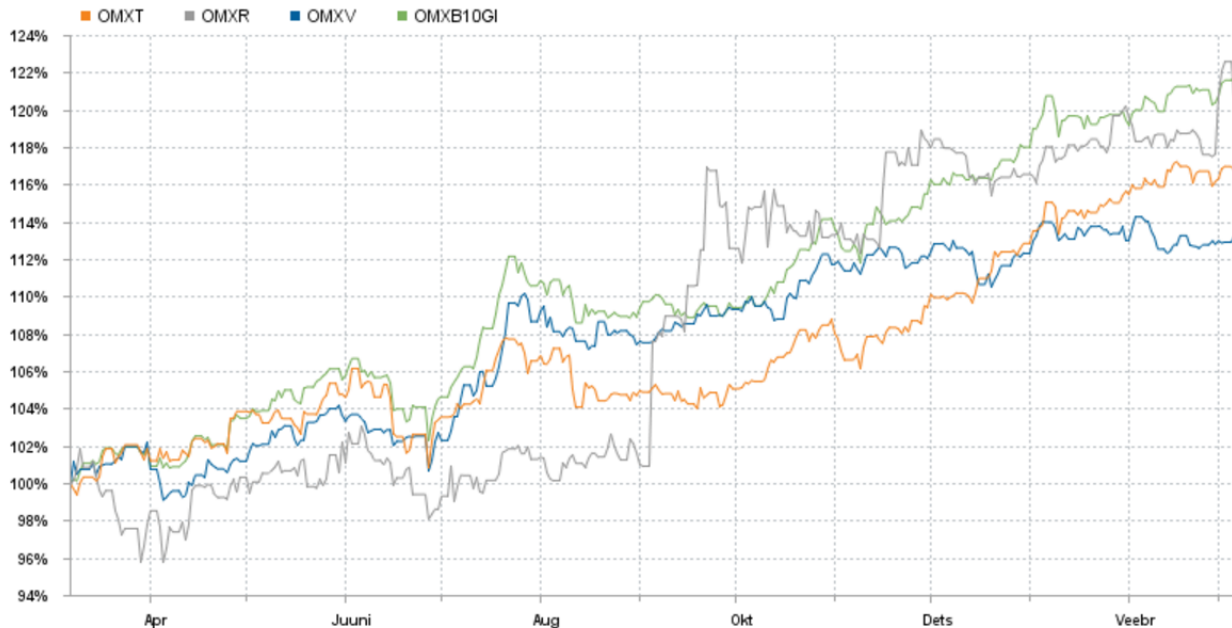
Balti väärtpaberite turgudel toimunu ja suundumused

Baltikumi börsiindeksid (käesoleva aasta algusest)



Indeks/aktsia	10.10.2016	14.03.2017	+/-%
— OMX Tallinn	1 005,00	1 120,48	11,49 ↑
— OMX Riga	722,72	771,14	6,70 ↑
— OMX Vilnius	544,49	559,84	2,82 ↑

Baltikumi börsiindeksid (viimased 12 kuud)



Indeks/aktsia	07.03.2016	07.03.2017	+/-%
— OMX Tallinn	956,75	1 114,79	16,52 ↑
— OMX Riga	630,37	769,50	22,07 ↑
— OMX Vilnius	494,29	561,30	13,56 ↑
— OMX Baltic 10 GI	355,05	432,19	21,73 ↑

Baltikumi börsiindeksid (viimased 10 aastat)



Indeks/aktsia	07.03.2007	07.03.2017	+/-%
— OMX Tallinn	833,37	1 113,84	33,65 ▲
— OMX Riga	683,73	769,50	12,54 ▲
— OMX Vilnius	481,15	561,30	16,66 ▲

Turud vähem optimistlikud kui 2006-2007

- Indeksid tõusnud juba 2007 tippude lähedale.
- Kas see tähendab, et börsid on tipus ja järgneb langus?
- Tagasivaatava hinna ja kasumi suhtarvu (P/E) põhjal on tänased turud palju mõistlikumad kui aastatel 2006 ja 2007
- Järgnevate aastate väljavaade sõltub eelkõige ettevõtete kasumite arengutest.

Keskmine viimase 12 kuu P/E suhtarv				
Ettevõte	2006	2007	2015	2016
APG	37.5	35.0	13.4	-
HAE	23.8	20.3	5.0	14.3
KNF	31.4	29.2	16.0	8.4
NCN	14.0	15.4	17.9	-
OEG	22.1	26.4	13.1	11.0
OLF	30.9	33.1	8.3	-
SAB	28.8	15.5	6.7	8.1
TAL	15.5	6.9	19.3	-
TKM	32.8	19.8	12.1	13.4
TVE	24.9	19.0	15.4	14.3
VSS	44.5	64.6	12.0	-
Mediaan	28.8	20.3	13.1	12.2

Allikas: Bloomberg

2016 IV kvartali tulemuste ülevaade

Ettevõte	Sümbol	Turg	Käive, EURm				Ärikasum, EURm				Puhaskasum, EURm			
			Q4 16	Muut, %	Q416E	Erinevus	Q4 16	Muut, %	Q416E	Erinevus	Q4 16	Muut, %	Q416E	Erinevus
Apranga	APG1L LH	VIL	49.1	8.0	47.3	1.8	3.8	-8.6	4.2	-0.4	3.2	-10.2	3.5	-0.3
Arco Vara	ARC1T ET	TLN	1.3	-37.6	1.4	-0.1	-1.1	n.m.	0.2	-1.3	-1.3	n.m.	-0.1	-1.3
Baltika	BLT1T ET	TLN	12.7	-5.3	12.7	0.0	0.8	53.2	0.9	-0.1	0.6	n.m.	0.8	-0.2
HansaMatrix	HMX1R LR	RIG	5.0	46.6	4.1	0.9	0.2	-34.3	0.2	0.0	0.1	103.3	0.1	0.1
Harju Elekter	HAE1T ET	TLN	16.4	9.2	15.1	1.3	0.5	516.5	0.4	0.1	0.4	n.m.	0.3	0.1
Klaipedos Nafta	KNF1L LH	VIL	23.6	-23.6	24.8	-1.3	0.6	-93.3	6.6	-6.1	0.9	-90.2	5.8	-4.9
Linda Nektar ^{H2}	LINDA ET	TLN	1.6	22.5	1.7	-0.1	0.4	114.5	0.5	0.0	0.4	114.6	0.5	0.0
Merko Ehitus	MRK1T ET	TLN	78.6	18.3	69.0	9.6	1.6	-66.2	4.2	-2.6	1.4	-68.3	3.8	-2.4
Nordecon	NCN1T ET	TLN	49.8	55.7	40.8	8.9	0.9	-18.1	1.3	-0.4	0.6	n.m.	1.1	-0.5
Olainfarm	OLF1R LR	RIG	32.6	27.7	31.7	0.9	1.3	-65.4	1.2	0.1	2.3	-27.2	2.3	0.0
Olympic Entertainment	OEG1T ET	TLN	52.3	25.3	46.4	5.9	7.1	-3.9	4.9	2.2	5.6	-7.9	3.8	1.8
Siauliu Bankas	SAB1L LH	VIL	16.0	-9.5	17.2	-1.2	10.1	-23.4	11.5	-1.4	6.6	1.0	8.0	-1.3
Silvano Fashion Group	SFG1T ET	TLN	12.3	-8.5	12.1	0.1	3.0	13.4	2.9	0.1	-0.1	-105.7	0.5	-0.7
Tallink Grupp	TAL1T ET	TLN	226.1	-0.7	227.8	-1.7	10.3	-1.8	17.1	-6.8	3.5	n.m.	3.8	-0.3
Tallinna Kaubamaja	TKM1T ET	TLN	164.9	4.7	159.7	5.2	8.2	-25.2	11.7	-3.5	7.9	-25.4	11.6	-3.7
Tallinna Vesi	TVEAT ET	TLN	14.5	-0.1	15.0	-0.5	5.4	-20.5	6.4	-1.0	5.5	-12.6	6.0	-0.6
Valmieras stikla skiedra	VSS1R LR	RIG	25.4	17.0	35.1	-9.7	1.5	630.5	2.5	-0.9	0.6	n.m.	2.0	-1.4

2016 majandustulemuste ülevaade

Ettevõte	Sümbol	Turg	Käive, EURm				Ärikasum, EURm				Puhaskasum, EURm			
			2014	2015	2016	Muut, %	2014	2015	2016	Muut, %	2014	2015	2016	Muut, %
Apranga	APG1L LH	VIL	146.3	158.7	172.6	8.7%	13.3	12.6	13.4	6.3%	11.2	10.4	11.1	6.3%
Arco Vara	ARC1T ET	TLN	9.2	10.7	9.7	-8.5%	2.3	1.3	-0.1	-109.1%	0.8	0.5	-0.8	-278.2%
Baltika	BLT1T ET	TLN	55.6	48.8	47.0	-3.7%	0.7	-0.3	4.2	n.m.	-1.3	-6.4	0.2	n.m.
HansaMatrix	HMX1R LR	RIG	10.7	13.4	16.9	26.9%	0.9	1.5	0.8	-47.3%	-2.0	1.1	0.6	-45.8%
Harju Elekter	HAE1T ET	TLN	50.6	60.7	61.2	0.8%	2.2	3.3	3.5	-2.9%	9.7	3.2	3.2	0.9%
Klaipedos Nafta	KNF1L LH	VIL	39.8	109.7	103.8	-5.3%	9.4	24.6	15.1	-38.6%	9.3	22.0	13.9	-36.9%
Linda Nektar	LINDA ET	TLN	2.7	2.8	3.7	34.9%	0.4	0.5	0.9	83.6%	0.3	0.4	0.8	89.1%
Merko Ehitus	MRK1T ET	TLN	252.3	251.0	252.0	0.4%	14.0	12.5	7.7	-38.2%	12.4	10.0	6.1	-38.8%
Nordecon	NCN1T ET	TLN	161.3	145.5	183.3	26.0%	4.0	3.9	4.2	7.0%	2.0	0.2	3.0	1,722.8%
Olainfarm	OLF1R LR	RIG	93.7	97.4	111.3	14.3%	19.2	18.7	10.3	-44.6%	12.7	15.3	10.1	-34.0%
Olympic Entertainment	OEG1T ET	TLN	150.7	165.9	172.1	3.7%	25.8	31.4	32.7	39.9%	21.6	25.7	27.5	13.9%
Siauliu Bankas	SAB1L LH	VIL	39.8	56.9	63.3	10.5%	-	-	-	-	11.8	23.8	43.7	83.3%
Silvano Fashion Group	SFG1T ET	TLN	100.9	65.3	57.9	-11.3%	12.4	14.1	17.6	24.6%	9.1	9.7	9.0	-7.4%
Tallink Grupp	TAL1T ET	TLN	921.5	945.2	937.8	-0.8%	70.7	103.3	71.6	-30.7%	27.3	59.1	44.1	-25.3%
Tallinna Kaubamaja	TKM1T ET	TLN	535.7	560.6	601.6	7.3%	23.8	23.8	26.9	13.4%	20.3	22.1	25.7	16.6%
Tallinna Vesi	TVEAT ET	TLN	53.2	55.9	59.5	6.4%	24.8	25.6	25.6	0.2%	17.9	19.9	18.5	-7.0%
Valmieras stikla skiedra	VSS1R LR	RIG	108.4	121.2	124.3	2.5%	8.4	6.9	7.2	5.0%	7.2	5.5	5.1	-6.6%

Muutused Tallinna-Helsingi laevades

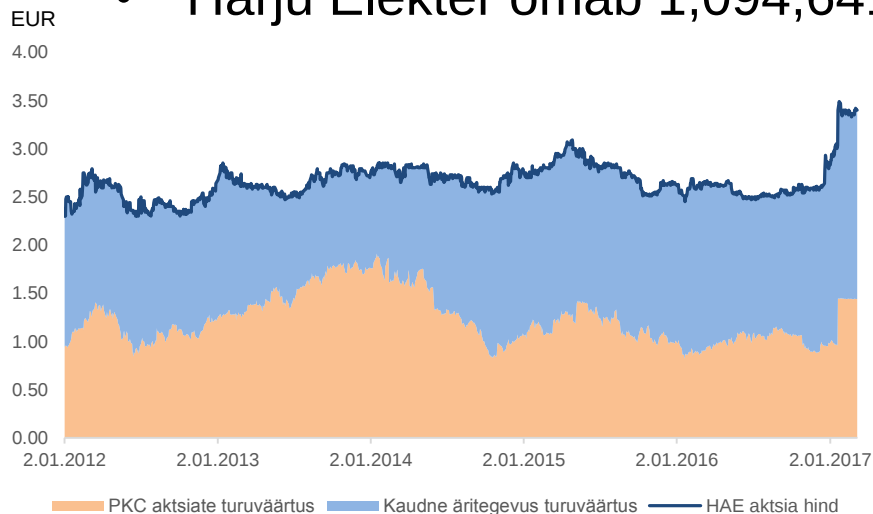
- Megastar (2,800 reisija kohta) Helsingi-Tallinna liinil alates jaanuari lõpust
- Veebruaris liinil 334 tuhat reisijat (+3.2%, +10 tuhat reisijat) - uus veebruari rekord
- Täiendav kiirlaev Viking Line-ilt aprill-oktoobriks
- 1998 ehitatud 850 reisija ja 120 autokohaga katamaraan
- Ülesõit 1:45



LHV

PKC Grupi aktsiate ülevõtmine

- 19. jaanuaril tegi Motherson Sumi Systems Limited pakkumise kõigi PKC Grupi aktsiate ostmiseks
- Pakkumise hind EUR 23.55 aktsia kohta
- Harju Elekter omab 1,094,641 PKC Grupi aktsiat



Allikad: PKC Group, Harju Elekter, Nasdaq

- Eduka ülevõtmise teenib Harju Elekter müügist EUR 25.8m
- Pakkumine lõppeb eeldatavalt 21. märtsil 2017

Tallinna Vee tariifivaidlus - lõpusirge

- **Tariifivaidluse lühiajalugu**

- Erastamisel kinnitatud tariifimehhanism nägi sisuliselt ette tariifide korrigeerimist inflatsiooniga, regulaatoriks Tallinna Linn;
- 2010. novembris jõustunud Ühisveevärgi- ja kanalisatsiooni seadusega kehtestati erastamisel kinnitatud tariifimehhanismiga vastuollu minev tariifiregulatsioon ja uus regulaator – Konkurentsiamet
- Tulenevalt kehtivast seadusest ei kinnitanud Konkurentsiamet 2011 aastal Tallinna Vee poolt esitatud tariife ning soovis neid alandada 29%
- Vaidluse lõpliku lahenduse leidmiseni kehtib õiguskaitse tariifide langetamise osas ning on peatatud Tallinna Vee poolt esitatud kahjunõude menetlemine (kahjunõude hinnanguline suurusjärk EUR 70m).
- Eesti kohtud on tunnistanud 2001. aastal sõlmitud teenuslepingu tariife puudutava osa halduslepinguks.
- 2015. oktoobris otsustas Tallinna Halduskohus, et lepingu tariife puudutav osa kui haldusleping ei ole Konkurentsiametile siduv.

- 26. jaanuaril 2017 **otsustas Tallinna Ringkonnakohus jätta** Tallinna Vee ja Konkurentsiameti vahelises tariifivaidluses **ettevõtte poolt esitatud apellatsioonikaebuse rahuldamata**. Ettevõtte esitas Riigikohtule kassatsioonkaebuse.

- Paralleelselt ning eraldiseisvana kohalikust kohtuvaidlusest on käimas rahvusvaheline vahekohtumenetlus.
 - Rahvusvahelise vahekohtu istungid toimusid 2016. aasta novembris
 - otsust võiks oodata 2017. aasta II-III kvartalis.

HansaMatrix & Linda Nektari arengud

- 2017. jaanuaris tootis ja tarnis **Linda Nektar** esimesed partiid tööstusskaalas valmistatud aroomi – väga oluline areng ettevõtte 8 aastat kestnus uurimis ja arendustöös.
- Lisaks sõlmis Linda Nektar koostöölepingu Saksamaa ettevõttega Symrise (üks maailma kolmest suurimast aroomi- ja lõhnaainete tarnijast) oma toodetele geograafiliselt uute müügiväljundite leidmiseks.
- **HansaMatrixi** avas 23. veebruaril (koos Läti presidendiga) oma Ventspilsis tehases uue tootmisliini, suurendades tehase tootmisvõimsust 1.5 korda;
 - Et vähendada 2015 aastal halbadest investeeringutest väljumisega tekkinud juhtkonnale antud laenujääki (EUR 2.5m) kavatses HansaMatrixi suurim aktsionär korraldada osade aktsiate avaliku pakkumise plaanitava alghinnaga EUR 6.90 aktsia kohta (viimane tehing EUR 7.28);



Ettevõtete 2017 kasumiproгноosisid

- Üksikud ettevõtted on avalikustanud enda progноosisid/sihid 2017 aastaks

Ettevõte	Käive, EURm		Puhaskasum, EURm		Hetke väärtus, EURm	P/E suhe
	2016	2017	2016	2017		
Arco Vara	9.7	18.0	-0.8	1.8	8.4	4.7
Olainfarm	111.3	126.9	10.1	15.5	127.8	8.2
Valmieras Stikla Skiedra	124.3	135-142	5.1	9.0-10.0	75.3	7.5-8.4
LHV Grupp	50.6	59.7	19.9	21.8	243.4	11.2

Kasumijaotamise ettepanekud

Dividend aktsia kohta, EUR	2014	2015	2016	Väljamakse kordaja	Aktsia hind, EUR	Dividendi-tootlus
Merko Ehitus	0.64	0.51	0.41	119%	8.83	4.6%
Olainfarm	-	0.18	0.66	92%	9.15	7.2%
Siaulių Bankas	-	-	0.005	4%	0.502	1.0%
Tallink Grupp	0.02	0.08	0.03	46%	0.955	3.1%
Tallinna Kaubamaja	0.40	0.52	0.63	100%	9.38	6.7%
LHV Grupp	-	-	0.15	21%	9.65	1.6%

Konkreetsed ettevõtted ja soovituste taust

Balti analüüs

Initiation of coverage

Commercial Real Estate Investment Fund

28th February 2017

Baltic Horizon Fund

Building a Portfolio

Senior Analyst: Shana Vida Gavon, Analyst: Benjamin Toomiste
Contact: shana.gavon@lhv.ee, benjamin.toomiste@lhv.ee

Investment Summary

Fairly valued at EUR 1.40-1.60

The Baltic Horizon Fund (NHCBHFFT) is a newly-listed evergreen, contractual investment vehicle managed by Northern Horizon Capital AS. After successfully raising EUR 20.5m to be included on the Fund List of the Nasdaq Baltic Stock Exchange on 6 July 2016, the fund raised a second round of capital worth EUR 20.5m in December 2016, when it also listed on the Nasdaq Stockholm Stock Exchange, effectively making it the first listed Baltic REIT style vehicle. This capital was raised to finance the expansion of its property portfolio under management.

The fund invests directly in commercial properties in the three Baltic states, particularly in the capitals, Tallinn, Riga and Vilnius. The properties are not only located in the centre of the capitals, for example in late December 2016 it purchased a shopping centre in Pärnu, which is on the outskirts of Tallinn. The majority of the properties into which the fund invests are already cash-generating. Targeted properties include those in retail, office and logistical segments that are strategically located, with financially strong tenants and long-term leases. The targeted tenants include either local commercial leaders, governmental offices or the Baltic headquarters of leading international companies.

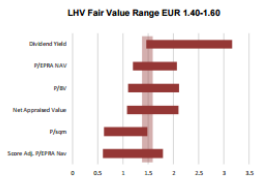
The fund already owns nine properties that offer tenants over 83,200 sqm of net leasable area. This provides it with stable rental income, with low vacancy rates and quality, and thus highly demanded, premises. In addition to this, in the long run, the Baltic Horizon Fund aims to distribute 80% of distributable cash flows in the form of dividends to its unit holders.

In order to assess the value of the fund, we have used six methods, including:

Key Numbers	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Sales (EURm)	3.9	8.1	10.5	16.8	18.0	18.3
Sales growth (%)	25.6	106.8	28.7	60.8	6.9	1.5
Net profit (EURm)	2.0	5.5	5.8	6.8	7.0	7.2
EPS (EUR)	0.10	0.23	0.12	0.12	0.12	0.13
PE (x)	n.a.	n.a.	11.0	10.8	10.5	10.3
DPS (EUR)	4.23	7.05	0.02	0.08	0.10	0.10
Dividend yield (%)	n.a.	n.a.	1.8	6.0	7.9	7.8
EV/Sales (x)	n.a.	n.a.	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/Sales (x)	n.a.	n.a.	11.7	8.8	8.1	7.9
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	15.7	15.1	13.8	13.5
RDE (%)	1.2	3.3	3.4	4.1	4.2	4.3

Source: Baltic Horizon Fund, LHV "2017-19E multiples are based on the share price of EUR 1.289 per share

Buy
Fair value range (EUR): 1.40-1.60
Unit price (EUR): 1.280
Symbol: NHCBHFFT



- Dividend yield
- Net appraised value
- P/E ratio
- P/BV
- PEPRNA NAV
- Score Adjusted PEPRNA NAV

The last measure is an LHV-determined metric that takes into account four qualitative aspects of the fund's portfolio. We developed this metric as we believe that, when comparing the Baltic Horizon Fund with its peers, there are still some important caveats with the PEPRNA NAV multiple. For example, there are some significant differences in terms of the property portfolios of each company, with different levels of exposure to country, city or sector risk. Therefore, while it may seem easy to assume that the PEPRNA NAV is the main determinant of value for these companies, it does not allow for crucial factors such as the size of the property portfolio, the sectors in which it owns properties, the countries in which the properties are located and the vacancy rates.

While we use a standard PEPRNA NAV for comparison, we have also tried to compensate for the limitations by developing a scoring system that adjusts the PEPRNA NAV multiple to account for some of these additional factors. This weighted PEPRNA NAV multiple represents operating risks, making it simpler to articulate the companies' inherent strengths, rather than relying merely on

Please see the disclaimer at the end of this report

Ettevõtte mida katame:

Tallinna Börs

1. Arco Vara
2. Baltic Horizon Fund
3. Baltika
4. Harju Elekter
5. Linda Nektar
6. Merko Ehitus
7. Nordecon
8. Olympic EG
9. Silvano Fashion Group
10. Tallink Grupp
11. Tallinna Kaubamaja
12. Tallinna Vesi

Riia Börs

1. HansaMatrix
2. LSC Group
3. Olainfarm
4. Valmieras Stikla Skiedra

Vilniuse Börs

1. Apranga
2. Klaipėdos Nafta
3. Siauliu Bankas

Sagedus:

- Baltic Morning News (Iga hommik)
- Results Review/Comments (kvartalaalselt)

Tingimused: EUR 5.00+KM (AU klientidele tasuta)



LHV kaetavad ettevõtted

Ettevõte	Sümbol	Turg	Hinna vahemik	Hetke hind	DPS ¹	Dividendi-tootlus	Potentsiaal ²	Analüütik
Apranga	APG1L	VLN	2.85-3.15	2.68	0.13	4.9%	16.8%	Shana Gavron
Arco Vara	ARC1T	TAL	1.40-1.55	1.29	0.01	0.8%	15.1%	Shana Gavron
Baltic Horizon Fund	NHCBHFFT	TAL	1.40-1.60	1.329	0.02	1.5%	14.4%	Shana Gavron
Baltika	BLT1T	TAL	0.35-0.40	0.305	0.00	-	23.0%	Shana Gavron
HansaMatrix	HMX1R	RIG	8.50-8.90	7.28	0.03	0.4%	19.9%	Joonas Joost
Harju Elekter	HAE1T	TAL	ülevaatomisel	3.47	0.18	5.2%	-	Joonas Joost
Klaipėdos Nafta	KNF1L LH	VIL	0.55-0.65	0.470	0.00	-	27.7%	Shana Gavron
Linda Nektar	LINDA	TAL	8.00-8.40	8.00	0.17	2.1%	4.6%	Joonas Joost
Merko Ehitus	MRK1T	TAL	8.50-9.00	8.83	0.41	4.6%	3.7%	Joonas Joost
Nordecon	NCN1T	TAL	1.45-1.55	1.30	0.06	4.6%	20.0%	Joonas Joost
Olainfarm	OLF1R	RIG	9.50-10.20	9.15	0.66	7.2%	14.9%	Joonas Joost
Olympic Entertainment Grupp	OEG1T	TAL	1.95-2.15	1.86	0.14	7.5%	17.7%	Shana Gavron
Siaulių Bankas	SAB1L	VLN	0.50-0.55	0.502	0.005	1.0%	5.6%	Shana Gavron
Silvano Fashion Group	SFG1T	TAL	2.40-2.80	2.79	0.16	5.7%	-1.1%	Joonas Joost
Tallink Grupp	TAL1T	TAL	1.05-1.15	0.955	0.03	3.1%	18.3%	Joonas Joost
Tallinna Kaubamaja	TKM1T	TAL	7.40-8.20	9.38	0.63	6.7%	-10.1%	Shana Gavron
Tallinna Vesi	TVEAT	TAL	13.30-13.90	13.80	0.90	6.5%	5.1%	Joonas Joost
Valmieras Stikla Skiedra	VSS1R	RIG	3.40-3.60	3.15	0.06	1.9%	13.0%	Joonas Joost

¹DPS = 2016 aasta eest makstav prognoositav dividend aktsia kohta

²Potentsiaal =
(Hinna vahemiku keskpunkt +DPS)
/ hetke hind - 1

Dividenditootlus = DPS / hetke hind

Likviidsemad ja populaarsemad

Tallink, Olympic Entertainment, Siauliu Bankas,
Tallinna Kaubamaja, Tallinna Vesi, Silvano Fashion

Tallink Grupp – palju mõjureid

- ✓ Uus laev ja muudatused liinidel – reisijate arvu kasv
- ✓ Keskkond toetab mõningast tarbimise kasvu
- ✓ LNG kütusena (vähendab kütusekulu)
- ✓ Intressiswapi lepingute väärtuse kasv
- ✗ Üldiselt kallimad kütuse hinnad
- ✗ Väga tihe konkurents (Vikingi teade uuesti laevast pärast viimase Tallinki analüüsi valmimist; uus laev 2020).
- ✗ Alkoholiaktsiiside tõus Eestis

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Tallink Grupp	0.955	1.05-1.15	0.03	18.3%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	921	945	938	990	990	1001
Käibe kasv, %	-2.2	2.6	-0.8	5.5	0.0	1.1
Puhaskasum, EURm	27.3	59.1	44.1	58.3	59.1	54.7
Kasum aktsia kohta, EUR	0.04	0.09	0.07	0.09	0.09	0.08
Div. aktsia kohta, EUR	0.02	0.08	0.03	0.04	0.04	0.04
Dividenditootlus, %	3.0	9.3	3.3	4.2	4.2	4.2
EV/Käive, x	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA, x	7.5	5.7	7.3	6.9	6.7	6.2
EV/EBIT, x	16.0	10.1	15.2	13.0	13.0	12.1
P/E, x	16.6	9.7	13.9	11.0	10.8	11.7
P/B, x	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
Omakapitali tootlus, %	3.5	7.4	5.4	7.0	6.8	6.1

Allikas, Tallink Grupp, LHV, 2017-19E kordajad arvatatud hinnaga 0.955 eurot aktsia kohta

Olympic EG – stabiilne dividendiaktsia

- ✓ Jätkuvalt tugev turuosa
- ✓ Tugev rahaposition
- ✓ Hea dividendide maksmise võimekus
- ✓ Geograafilise laienemise võimekus
- ✗ Piiratud kasumi kasvu väljavaated
- ✗ Regulatsioonide ja seadusandluse muutuste risk
- ✗ Poola äritegevuse lõpetamine 2016 aastal ning selle puudumine 2017
- ✗ Piiratud kasvuvõimalused turgudel, kus saavutatud kõrge turuosa

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Olympic EG	1.86	1.95-2.15	0.14	17.7%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	151	166	172	211	224	227
Käibe kasv, %	3.3	10.1	3.7	22.5	6.3	1.4
Puhaskasum, EURm	21.6	25.7	29.3	29.3	29.0	30.7
Kasum aktsia kohta, EUR	0.14	0.17	0.19	0.19	0.19	0.20
Div. aktsia kohta, EUR	0.10	0.15	0.14	0.14	0.14	0.15
Dividenditootlus, %	5.9	8.4	8.1	7.8	7.7	8.1
EV/Käive, x	1.4	1.5	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA, x	6.0	6.2	4.2	5.3	5.2	4.8
EV/EBIT, x	8.5	7.8	5.3	6.8	6.7	6.2
P/E, x	11.9	10.6	9.2	9.6	9.7	9.2
P/B, x	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9
Omakapitali tootlus, %	21.4	23.4	24.4	22.8	21.4	21.3

Allikas, Olympic Entertainment Group, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 1.86 eurot aktsia kohta

Siauliu Bankas – suur tõus juba tehtud

- ✓ Suurim kohalikul kapitalil põhinev pank Leedus
- ✓ Laenuportfelli kasvu potentsiaal
- ✓ Jätkuv tugi Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupangalt (EBRD)
- ✗ Aktsia hind teinud juba läbi väga suure tõusu, valuatsioon vähem atraktiivne
- ✗ 2017 kasumi langus ühekordsete tulude puudumisel
- ✗ Geograafilise hajutatuse puudumine – ainult Leedu turg
- ✗ Leedu panganduse maine teiste kohalike pankade tõttu (Snoras ja Ukio)

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Siauliu Bankas	0.502	0.50-0.55	0.005	5.6%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Neto intressitulud, EURm	39.8	48.8	53.9	54.6	56.6	58.7
Neto komisjonitulud, EURm	6.5	8.0	9.4	9.4	9.8	10.2
Puhaskasum, EURm	11.8	23.8	43.7	38.3	39.7	41.3
Kasum aktsia kohta, EUR	0.04	0.08	0.12	0.10	0.11	0.11
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividenditootlus, %	0.3	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
NIM, %	5.5	6.2	6.0	5.6	5.7	5.7
Laenud / Deposiidid, %	50.9	59.3	63.8	64.3	65.5	66.7
Varade tootlus, %	0.7	1.4	2.3	2.0	2.0	2.0
Omakapitali tootlus, %	11.0	17.4	24.3	17.7	15.5	14.0
P/B, x	0.7	0.7	0.9	0.9	0.7	0.6

Allikas, Siauliu Bankas, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 0.502 eurot aktsia kohta

Tallinna Kaubamaja – kasum omanikele

- ✓ Tugev dividendide maksmise võimekus
 - ✓ Hajutatud toodete ja tegevuste portfell
 - ✓ Keskendumine keskklassi klientuurile
 - ✓ Jätkuv tugi sisetarbimise kasvust
 - ✓ Oodatav Tallinna Kaubamaja laiendus
-
- ✗ 100% väljamakse kordaja ei ole jätkusuutlik, eriti planeeritava Tallinna Kaubamaja laienduse investeeringu valguses
 - ✗ Väga tugev konkurents supermarketite segmendis
 - ✗ Madal kasumlikkus
 - ✗ Tugev sõltuvus makromajanduse käekäigust

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Tallinna Kaubamaja	9.38	7.40-8.20	0.63	-10.1%

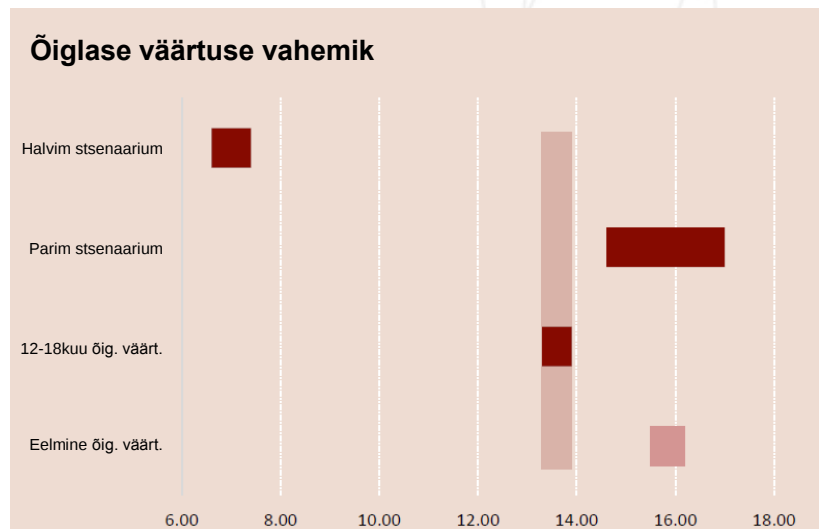
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	536	561	602	612	627	642
Käibe kasv, %	7.2	4.6	7.3	1.8	2.4	2.4
Puhaskasum, EURm	20.3	22.1	25.7	27.7	28.9	29.5
Kasum aktsia kohta, EUR	0.50	0.54	0.63	0.68	0.71	0.72
Div. aktsia kohta, EUR	0.40	0.52	0.63	0.54	0.57	0.58
Dividenditootlus, %	7.8	7.7	7.7	5.8	6.1	6.2
EV/Käive, x	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA, x	8.5	10.1	9.6	9.5	9.3	8.9
EV/EBIT, x	12.6	14.8	15.0	14.2	12.8	12.4
P/E, x	10.3	12.4	13.0	13.8	13.2	12.9
P/B, x	1.2	1.5	1.6	1.9	1.8	1.7
Omakapitali tootlus, %	11.9	12.5	13.4	13.5	13.8	13.7

Allikas, Tallinna Kaubamaja, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 9.38 eurot aktsia kohta

Tallinna Vesi – lõpusirgel tariifivaidlus

- ✓ Monopol
- ✓ Varade omanik
- ✓ Tallinna Linn on valinud ettevõtte linna vee-ettevõtteks ka järgnevateks aastateks
- ✓ Tariifivaidluse lõpusirge paistab lähedal
- ✗ **Tariifivaidlus Konkurentsiametiga**
- ✗ Risk väga suureks hinnalanguseks, kui kohalikust kohtust või rahvusvahelisest vahekohtust ei tule ettevõtte jaoks positiivset otsust
- ✗ Hiljemalt 2021 ei ole alternatiive ÜVVKS regulatsioonile - kasumlikkuse langus

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Tallinna Vesi	13.80	13.30-13.90	0.90	5.1%



Silvano Fashion – õiglaselt hinnatud

- ✓ Kaubamärgi suur tuntus sihtturgudel
- ✓ Laenuvaba
- ✓ Madal investeeringute vajadus võimaldab väljamakseid aktsionäridele
- ✓ Hea dividendide ajalugu ja potentsiaal
- ✓ Aktsiate tagasiostuprogramm
- ✗ Aktsia hind rallis 2016 aastal üle 100%
- ✗ Sihtturgude tarbijate ostuvõime jätkuvalt nõrk ning järsku paranemist ei prognoosita
- ✗ Võrreldes 2016 aastaga madalam positiivne mõju Valgevene rublast ja kulude kokkuhoiust
- ✗ Raamatupidamislikud valuutakursi muutuste mõjud moonutavad kasumit
- ✗ Pigem kallid hinnatase võrreldes ajalooga

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Silvano Fashion	2.79	2.40-2.80	0.16	-1.1%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	101	65	58	62	68	74
Käibe kasv, %	-17.1	-35.3	-11.3	7.7	8.8	9.1
Puhaskasum, EURm	9.1	9.7	9.0	11.1	11.7	12.8
Kasum aktsia kohta, EUR	0.24	0.25	0.24	0.30	0.32	0.35
Div. aktsia kohta, EUR	0.10	0.25	0.16	0.20	0.21	0.23
Dividenditootlus, %	8.5	19.5	5.4	7.2	7.5	8.2
EV/Käive, x	0.3	0.4	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA, x	2.0	1.6	4.5	4.0	3.7	3.4
EV/EBIT, x	2.5	1.9	5.0	4.5	4.1	3.7
P/E, x	4.9	5.0	12.2	9.3	8.8	8.1
P/B, x	1.0	1.2	2.5	2.2	2.0	1.8
Omakapitali tootlus, %	18.4	22.1	21.3	24.4	23.7	23.7

Allikas, Silvano Fashion Group, LHV, 2017-19E kordajad arvatatud hinnaga 2.79 eurot aktsia kohta

Tugi sisetarbimise ja investeeringute kasvust

Apranga, Baltika, Merko Ehitus, Nordecon

Apranga – stabiilne dividendiaktsia

- ✓ Väga tugev turupositsioon Baltikumis
- ✓ Lai brändide valik
- ✓ Jätkuv tugi sisetarbimise kasvust
- ✓ Juhtkonna 2017 käibe prognoos +6.3%
- ✓ Stabiilne dividendide maksja
- ✗ Palgasurve ohustab kasumlikkust
- ✗ Piiratud laienemisväljavaated
- ✗ Sõltub suuresti Inditex frantsiisist
- ✗ Aktsia hinnatase suhteliselt kõrge

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Apranga	2.68	2.85-3.15	0.13	16.8%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	146	159	173	183	190	197
Käibe kasv, %	8.2	8.5	8.7	6.0	3.9	3.5
Puhaskasum, EURm	11.2	10.4	11.1	11.8	12.1	12.5
Kasum aktsia kohta, EUR	0.20	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23
Div. aktsia kohta, EUR	0.13	0.12	0.13	0.14	0.14	0.14
Dividenditootlus, %	5.0	4.7	5.0	5.0	5.2	5.4
EV/Käive, x	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA, x	7.9	7.8	7.0	6.6	6.2	5.8
EV/EBIT, x	11.2	11.5	10.3	9.6	9.0	8.3
P/E, x	12.9	13.7	12.8	12.6	12.3	11.8
P/B, x	3.2	2.9	2.7	2.5	2.4	2.2
Omakapitali tootlus, %	25.4	22.0	21.6	21.1	20.0	19.2

Allikas, Apranga, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 2.68 eurot aktsia kohta

Baltika – taastumise tõehetk

- ✓ Jätkuv tugi sisetarbimise kasvust
- ✓ Tänu tugevale IV kvartalile 2016 aastal taas kasumlik
- ✗ Väga tugev konkurents
- ✗ Madal käibe kasv
- ✗ Enne 2016 IV kvartalit väga habras finantspositsioon – eksimisruumi väga ei olnud
- ✗ Tänapäevane hinnatase juba suhteliselt kõrge
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Keskmisest riskantsem investering

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Baltika	0.305	0.35-0.40	0.0	23.0%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	48	49	47	48	49	50
Käibe kasv, %	-18.0	2.0	-3.7	1.8	2.1	2.2
Puhaskasum, EURm	-1.3	-6.4	0.2	0.5	0.9	1.1
Kasum aktsia kohta, EUR	-0.03	-0.16	0.00	0.01	0.02	0.03
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividenditootlus, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/Käive, x	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA, x	13.2	21.1	9.1	6.6	5.6	4.7
EV/EBIT, x	29.0	n.m.	25.9	13.9	10.9	8.3
P/E, x	n.m.	n.m.	65.2	24.6	14.6	11.7
P/B, x	2.2	2.9	2.3	1.5	1.3	1.2
Omakapitali tootlus, %	-12.5	-94.0	3.6	7.5	9.6	10.8

Allikas, Baltika, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 0.305 eurot aktsia kohta

Merko Ehitus – õiglaselt hinnatud

- ✓ Suhteliselt kõrge pooleliolevate tööde portfelli – EUR 270m
- ✓ Korterite arendus toetab ehitustegevust
- ✓ Kasutamata Euroopa abifondid kontsentreeruvad 2017-2020 aastatele
- ✓ Kasumi jagamine aktsionäridega
- ✓ Tugev finantspositsioon
- ✓ Uue valitsuse võimalikud plaanid
- ✗ Väga tihe konkurents
- ✗ Varasemalt võidetud objektide kasumlikkus võib olla madalam kui varem
- ✗ Stabiliseerunud korterite hinnakasv Tallinnas
- ✗ Kaupleb juba õiglase hinna tasemel

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Merko Ehitus	8.83	8.50-9.00	0.41	3.7%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	252	251	252	276	285	299
Käibe kasv, %	-4.0	-0.5	0.4	9.7	3.1	5.0
Puhaskasum, EURm	12.4	10.0	6.1	10.5	13.6	14.0
Kasum aktsia kohta, EUR	0.70	0.56	0.35	0.60	0.77	0.79
Div. aktsia kohta, EUR	0.64	0.51	0.41	0.41	0.53	0.55
Dividenditootlus, %	9.0	6.0	4.5	4.6	6.0	6.2
EV/Käive, x	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA, x	6.8	9.1	15.4	10.5	9.2	8.6
EV/EBIT, x	8.0	11.3	22.4	13.0	11.1	10.2
P/E, x	10.2	15.0	26.2	14.8	11.5	11.2
P/B, x	1.0	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
Omakapitali tootlus, %	10.0	7.9	4.9	8.5	10.5	10.4

Allikas, Merko Ehitus, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 8.83 eurot aktsia kohta

Nordecon – pigem odav

- ✓ Suhteliselt kõrge pooleliolevate tööde portfell – EUR 131m
- ✓ Edukas sisenemine Rootsi turule
- ✓ Kasutamata Euroopa abifondid kontsentreeruvad 2017-2020 aastatele
- ✓ Uue valitsuse võimalikud plaanid
- ✓ Võrdlus teiste ehitusettevõtetega viitab aktsia hinna kasvu võimalusele
- ✗ Ukraina varade allahindluse risk
- ✗ Väga tihe konkurents
- ✗ Varasemalt võidetud objektide kasumlikkus võib olla madalam kui varem

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Nordecon	1.30	1.45-1.55	0.06	20.0%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	161	146	183	189	199	208
Käibe kasv, %	-7.1	-9.8	26.0	3.0	5.1	4.9
Puhaskasum, EURm	2.0	0.2	3.0	4.3	4.7	5.4
Kasum aktsia kohta, EUR	0.06	0.01	0.09	0.13	0.14	0.17
Div. aktsia kohta, EUR	0.03	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
Dividenditootlus, %	2.8	5.7	4.5	4.6	4.6	4.6
EV/Käive, x	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA, x	8.5	8.4	8.6	7.0	6.2	5.5
EV/EBIT, x	12.3	12.3	12.5	9.5	8.3	7.3
P/E, x	17.5	203.6	14.1	9.8	9.0	7.8
P/B, x	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
Omakapitali tootlus, %	5.8	0.5	8.6	11.7	11.9	12.7

Allikas, Nordecon, LHV, 2017-19E kordajad arvatud hinnaga 1.30 eurot aktsia kohta

Selged märgid tulemuste paranemist

Olainfarm, Valmieras Stikla Skiedra, Harju Elekter

Olainfarm – kasumi kasv & kõrge DPS

- ✓ Eeldavalt provisjonide puudumine 2017 aastal – kasumi kasv
- ✓ Juhtkonna prognoosid 2017 aastaks
- ✓ Venemaa majanduse stabiliseerumine
- ✓ Peamiselt nišši retseptiravimid – pigem vähene konkurents, kõrgemad marginaalid ning stabiilne nõudlus
- ✓ Järgkõrguline geograafiline ja tooteportfelli laienemine
- ✓ Kõrged dividendid mis aitavad kaasa juhtkonna laenu tagasimaksmisele
- ✓ Suhteliselt kõrge läbipaistvus
- ✗ Juhtkonnale antud laenud
- ✗ Piiratud laienemispotentsiaal peamiste müügiartiklite osas
- ✗ SRÜ riikidega seonduv kõrgem riskitase

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Olainfarm	9.15	9.50-10.20	0.66	14.9%

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	94	97	111	121	128	134
Käibe kasv, %	20.1	4.0	14.3	8.5	6.0	4.3
Puhaskasum, EURm	12.2	15.3	10.1	18.3	23.3	18.4
Kasum aktsia kohta, EUR	0.87	1.08	0.72	1.30	1.66	1.30
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.18	0.66	0.17	0.22	0.19
Dividenditootlus, %	0.0	2.5	7.8	1.8	2.4	2.1
EV/Käive, x	1.4	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA, x	5.8	4.3	8.8	4.9	4.3	4.0
EV/EBIT, x	7.1	5.8	13.8	6.6	5.7	5.4
P/E, x	9.3	6.6	11.9	7.0	5.5	7.0
P/B, x	1.6	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9
Omakapitali tootlus, %	18.1	18.9	11.0	18.4	20.4	13.8

Allikas, Olainfarm, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 9.15 eurot aktsia kohta

VSS – oodatav tootmise ja kasumi kasv

- ✓ Kõrge globaalne nõudlus klaaskiud toodete järele
- ✓ Tootmismahdade laiendamine 2016 ja 2017 aastate lõpus
- ✓ Käibe ja kasumlikkuse paranemine
- ✓ Juhtkonna optimistlikud prognoosid (2017 puhaskasum EUR 9-10m)
- ✓ Kontroll kogu tootmisprotsessi üle
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Juhtkonna prognooside ajalugu
- ✗ Teatav võimalik sõltuvus ja/või huvide konflikt peamiste aktsionäridega

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Valmieras Stikla Skiedra	3.15	3.40-3.60	0.06	13.0%

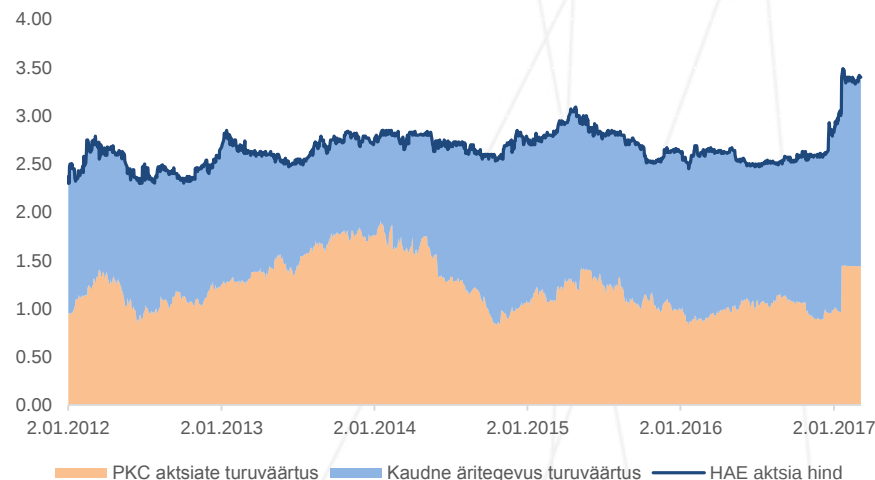
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	108	121	124	135	150	155
Käibe kasv, %	22.5	11.8	2.5	8.6	11.1	3.3
Puhaskasum, EURm	7.2	5.5	5.1	8.1	9.4	8.1
Kasum aktsia kohta, EUR	0.30	0.23	0.21	0.34	0.40	0.34
Div. aktsia kohta, EUR	0.12	0.07	0.06	0.10	0.12	0.10
Dividenditootlus, %	3.2	2.0	2.1	3.2	3.8	3.2
EV/Käive, x	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA, x	7.5	8.0	6.9	5.5	5.0	5.2
EV/EBIT, x	15.9	19.0	17.1	11.4	9.9	10.9
P/E, x	12.4	14.8	14.5	9.3	8.0	9.3
P/B, x	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
Omakapitali tootlus, %	14.5	10.3	9.4	14.2	14.6	11.3

Allikas, Valmieras Stikla Skiedra, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 3.15 eurot aktsia kohta

Harju Elekter

- ✓ Eeldatav EUR 25.8m laekumine PKC Group-i aktsiate müügist
- ✓ Ühekordse suure dividendi potentsiaal
- ✓ Suuremahuline 2+1+1 leping Soomes
- ✓ Allika tööstuspargi laiendamine
- ✓ Skeleton Technologies – investeering
- ✓ Suuresti laenuvaba
- ✓ Euroopa abifondid + uue valitsuse võimalikud investeeringu plaanid
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Seniajani suhteliselt madal omakapitali tootlus
- ✗ Pigem nõrk tootmise väljavaade Eestis

	Hetke hind	Hinnasiht	DPS	Potentsiaal
Harju Elekter	3.47	-	0.18	-



Allikad: PKC Group, Harju Elekter, Nasdaq

Aitäh! Küsimusi?

Joonas Joost
Vanemanalüütik

joonas.joost@lhv.ee
T 6 800 793

LISAD

LHV

P/E

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aktsia turuhind}}{\text{Kasum aktsia kohta}} = \frac{\text{Turuväärtus}}{\text{Puhaskasum}}$$

Turuväärtus = aktsia hind x aktsiate arv

Lihtsuse tõttu väga laialt levinud, natuke liiga lihtsustaud lähenemine

Ajalooline P/E (viimase majandusaasta kasum; *current, historic*)

Jooksev P/E (viimase 12 kuu kasum; *trailing*)

Ettevaatav P/E (järgmise majandusaasta prognoositud kasum; *forward*)

Hind? hetke? Viimase 6 kuu või aasta keskmine?

EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\textit{Turuväärtus} + \textit{Laenud} - \textit{Raha}}{EBITDA}$$

EBITDA = kulumieelne ärikasum ehk ärikasum + kulum

Väga laialdaselt kasutatav

Indikeerib tasuvusaja pikkust

Ajalooline, jooksev, ettevaatav

Sageli kasutatav ka kahjumit teenivate ettevõtete võrdlemiseks

P/B

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Aktsia turuhind}}{\text{Omakapital aktsia kohta}} = \frac{\text{Turuväärtus}}{\text{Omakapital}}$$

Kasumit teenivate ettevõtete turuväärtus üldiselt kõrgem kui omakapitali raamatupidamislik väärtus ehk $P/B > 1.0x$

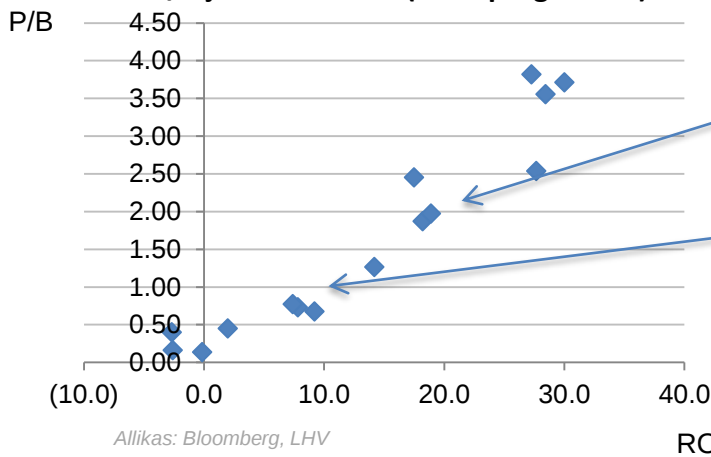
Madala kasumlikkusega ettevõtted (eriti madala omakapitali tootlusega (ROE) ettevõtted) võivad kaubelda ka alla oma raamatupidamisliku väärtuse ehk $P/B < 1.0x$

$$ROE = \text{Puhaskasum} / \text{Keskmine omakapital}$$

P/B & ROE võrdlus

Kõrgema omakapitali tootlusega (ROE) ettevõtted kauplevad ka kõrgema omakapitali suhtarvuga (P/B)

Ida-Euroopa, Baltikumi ning Skandinaavia ehitusettevõtte
P/B ja ROE võrdlus (2013 prognoosid)



Kui ROE = 20%
võiks P/B olla ca 2.2x

Kui ROE = 10%
võiks P/B olla ca 1.0x

P/S (EV/S)

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Aktsia turuhind}}{\text{Käive aktsia kohta}} = \frac{\text{Turuväärtus}}{\text{Käive}}$$

Hästi lihtsustatud lähenemine (liigagi)

Kasutatav pigem kahjumis olevate ettevõtete võrdlemiseks

Puudus: samasuguse käibega ettevõtted võivad tihti olla erineva kasumlikkusega

P/S & puhaskasumi marginaali regressioon võrdlus võib anda tõesema pildi (sarnane P/B & ROE võrdlusega)