

Kuidas investeerida Balti turgudel?

10.oktoober 2017

Sander Danil
Vanemanalüütik



Tänane seminar

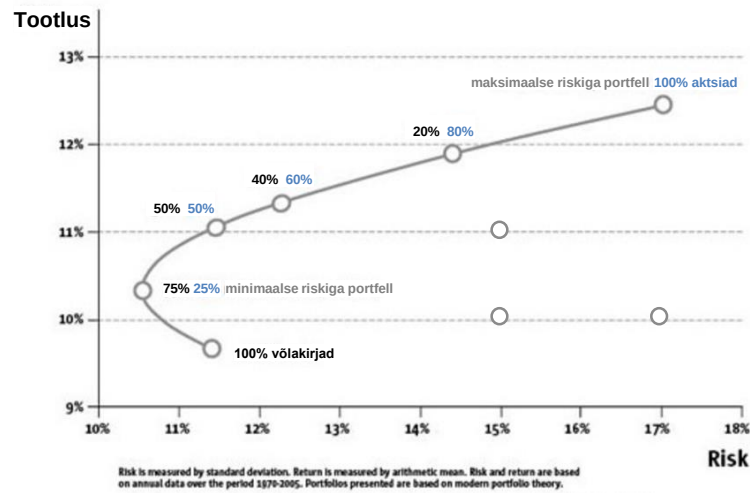
- Põgus teoreetiline raamistik
- Peamised makrokeskkonna näitajad ja prognoosid
- Miks ja millal investeerida Balti turgudel
- Balti turgude suundumused
- Konkreetsed ettevõtted ja hinnangud

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



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, tööjõust...)
 - 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

Peamised makrokeskkonna näitajad ning prognoosid

Valitud makromajanduse näitajad

SKP reaalkasv, %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Eesti	-4.2	-14.1	2.6	8.3	5.2	1.4	2.8	1.4	1.6	2.3	2.8
Läti	-3.3	-17.7	-1.3	5.0	4.0	2.9	2.1	2.7	2.0	3.2	3.5
Leedu	2.9	-14.8	1.6	6.1	3.8	3.5	3.5	1.8	2.3	2.9	3.1

THI muutus, %

Eesti	10.6	0.2	2.7	5.1	4.2	3.2	0.5	0.1	0.8	3.3	2.9
Läti	15.3	3.3	-1.2	4.2	2.3	0.0	0.7	0.2	0.1	2.2	2.0
Leedu	10.9	4.2	1.2	4.1	3.2	1.2	0.2	-0.7	0.7	2.8	2.0

Nominaalpalga muutus, %

Eesti	3.1	-3.2	2.3	0.8	6.9	4.6	4.2	5.7	5.7	5.5	5.6
Läti	21.0	-12.7	-4.9	3.7	6.1	5.5	8.6	6.9	6.9	6.0	6.8
Leedu	10.1	-9.9	7.2	6.3	4.2	5.4	4.7	5.3	5.0	5.1	5.6

Töötuse määr, %

Eesti	5.5	13.8	16.7	12.3	10.0	8.6	7.4	6.2	6.8	7.7	8.6
Läti	7.5	18.2	19.5	16.2	15.0	11.9	10.8	9.9	9.6	9.2	8.7
Leedu	5.8	13.6	17.8	15.4	13.4	11.8	10.7	9.1	7.9	7.6	7.2

Stabiilne majanduskeskkond

- **Lähiaastatel väljavaated üpris stabiilsed** – keskmine reaalkasv 2.5-3.5%, inflatsiooni kiirenemine ning reaalpalka kasvu aeglustumine;
- Balti majandusi toetab **sisetarbimine** ning **tarbijate suurenenud kindlustunne**;
- **Euroopa abifondide kasutamise** kasv toetab eeldatavalt investeeringuid ja ehitussektorit
- Peamiste kaubanduspartnerite majandustes **kasv, kuid suhteliselt madal**.
- Suurenenud ja jätkuvalt **kõrge ebakindlus maailmamajanduses** (geopoliitilised probleemid, suurenev proteksionism), mis võib negatiivselt mõjutada kaubanduspartnerite majandusi.

Peamised kaubanduspartnerid

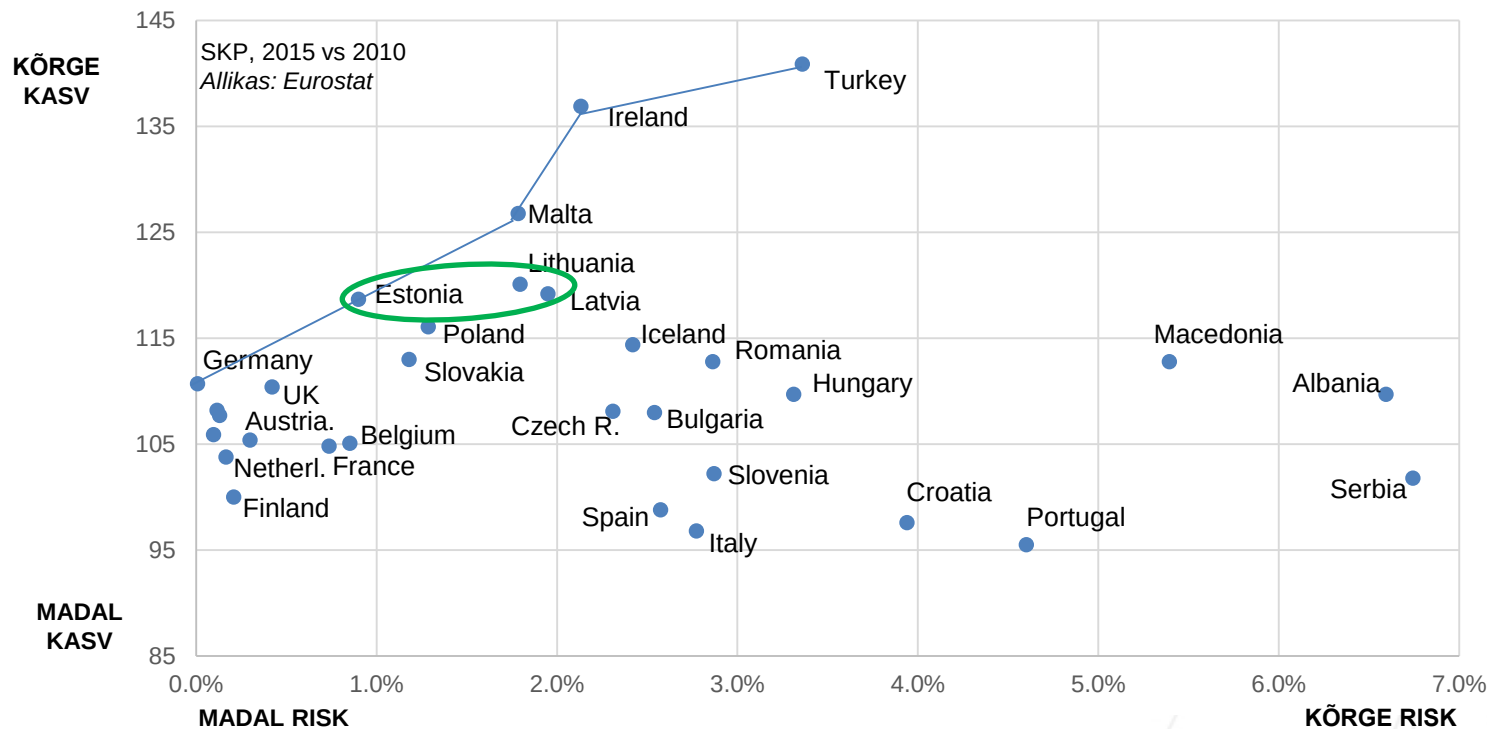
- **Soome majandus taastub, kuid kasvutempo jääb lähiaastatel aeglaseks**
 - SKT kasvas 2016.aastal 1.4%, oodatav kasv 2017 1.3% ja 2018 1.7%
 - Peamised kasvumootorid kodumajapidamiste tarbimine ja investeeringud
 - Oodatakse ekspordi kasvu kiirenemist tänu paranevale välisnõudlusele ja konkurentsivõimele
- **Rootsi majanduskasv lähiaastatel aeglustub**
 - SKT reaalkasv peaks aeglustuma 2016.aasta 3.3%-lt 2.6%-le 2017 ja 2.2%-le 2018
 - Majanduskasvu peamised vedajad on investeeringud ja kodumajapidamiste tarbimine.
 - Keskpanga rahapoliitika soodustab märkimisväärselt kodumajapidamiste elamuinvesteeringuid.
 - Nõrgenenud Rootsi kroon toetab eksporti.
- **Venemaa majandus pöördub sel aastal kasvule**
 - SKT reaalkasv 2016.aastal -0.2%, kuid 2017 oodatakse 1.2% ja 2018 1.4% kasvu
 - Investeeringud, ehitussektor ja eratarbimine jätkuvalt nõrgad, kuna tarbijate ostujõud madal
 - Naftahinna mõningane tugevnemine on toetamas ekspordi kasvu

Intressikeskkond ja energiahinnad

- **Intressimäärad järgnevad paar aastat jätkuvalt väga madalad**
 - Euroala intressimäärad püsivad jätkuvalt väga madalad ilmselt ka kogu 2018.aasta
 - Euroala inflatsioon peaks küll kiirenema 2017.aastal 1.6%-ni kuid see on energia hindadest tingitud ajutine kasv ning aeglustub taas 2018 1.3%-le. Alles 2019 aastal oodatakse euroala inflatsiooni kiirenemist 1.7%-ni. Võimalik, et 2018 II poolaastal või 2019 alguses vaadatakse rahapoliitika selles valguses üle.
 - Samas Euroopa Keskpanga võlakirjaostude programmi asutakse tõenäoliselt vähendama juba 2018.aasta alguses, esialgu 60-lt kuus 40-le miljardile kuus.
- **Maailmaturu energiahindadel puudub nii selge väljavaade**
 - Brenti toornafta hind on viimase 12 kuu jooksul kõikunud vahemikus 45-58 USD/barrel, praegu kaupleb vahemiku ülemises ääres ning viimased 3 kuud suund tõusev
 - Ameerika Ühendriikide Energia Informatsiooni Administratsiooni (EIA) Brenti toornafta keskmise hinna prognoos 2017 ja 2018 aastaks 51 ja 51.6 USD/barrel (2015 ja 2016 aasta keskmised: 52.3 ja 43.7)
 - 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/barreli (*Capital Economics*).

Miks ja millal investeerida Balti turgudel

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:

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

Puudused ja omapärad:

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

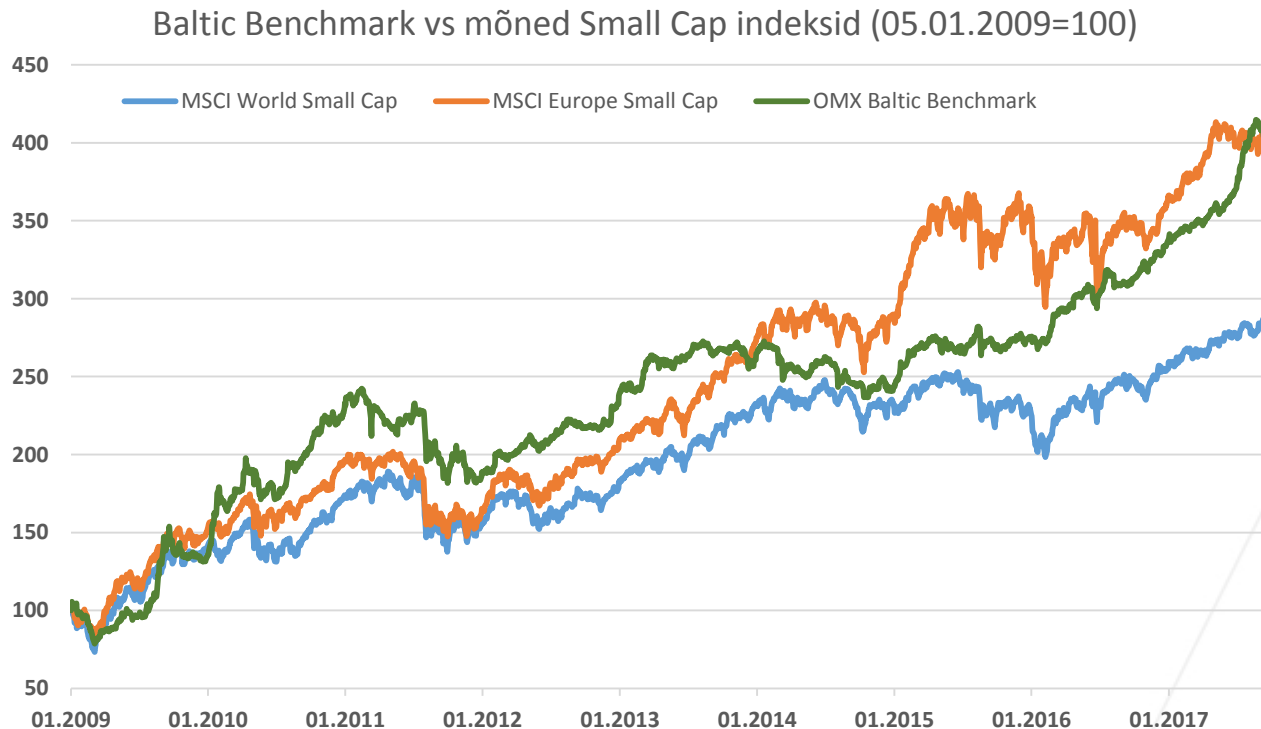
Balti põhinimekirja ettevõtted

	Ettevõte	Sümbol	Turg	FF*	FF*	Turu-
					Väärtus	väärtus
					EURm	EURm
64%	Tallink Grupp	ARC1T	TLN	28%	195,1	696,7
	LHV Group	GRD1R	TLN	49%	141,4	288,6
	Tallinna Kaubamaja Grupp	ESO1L	TLN	26%	100,7	387,3
	Olympic Entertainment Group	GRG1L	TLN	34%	93,9	276,3
	Šiaulių bankas	HAE1T	VLN	36%	92,5	256,8
	Tallinna Vesi	HMX1R	TLN	30%	74,4	248,0
	Telia Lietuva	BLT1T	VLN	12%	65,4	544,7
	Apranga	LNA1L	VLN	34%	49,4	145,4
	Olainfarm	LNR1L	RIG	31%	45,0	145,1
	Energijos Skirstymo Operatorius	APG1L	VLN	5%	41,5	829,3
23%	Grigeo	OEG1T	VLN	45%	39,6	88,0
	Silvano Fashion Group	NCN1T	TLN	38%	37,7	99,2
	Klaipėdos nafta	KNF1L	VLN	17%	33,3	196,0
	Pieno žvaigždės	PZV1L	VLN	53%	33,0	62,3
	Harju Elekter	PRF1T	TLN	40%	31,6	78,9
	Linas Agro Group	MRK1T	VLN	28%	30,7	109,5
	Ettevõte	Sümbol	Turg	FF*	Väärtus	Turu-
					EURm	väärtus
					EURm	EURm
10%	Rokiškio sūris	OLF1R	VLN	28%	23,1	82,6
	Merko Ehitus	LHV1T	TLN	13%	21,9	168,2
	Vilkyškių pieninė	RSU1L	VLN	32%	14,9	46,6
	Latvijas kuģniecība	LSC1R	RIG	10%	14,2	142,0
	Grindeks	PTR1L	RIG	18%	13,8	76,7
	Nordecon	SAB1L	TLN	30%	13,2	44,0
	Lietuvos energijos gamyba	EEG1T	VLN	3%	12,3	409,6
	Ekspress Grupp	SAF1R	TLN	31%	12,3	39,6
	Panevėžio statybos trestas	TAL1T	VLN	50%	9,2	18,3
	SAF Tehnika	SKN1T	RIG	40%	7,6	19,0
3%	Arco Vara	TVEAT	TLN	53%	5,6	10,5
	PRFoods	SFG1T	TLN	27%	5,4	20,1
	Baltika	TKM1T	TLN	35%	3,9	11,2
	HansaMatrix	TEL1L	RIG	13%	1,9	15,0
	Skano Group	VLP1L	TLN	40%	1,1	2,7

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



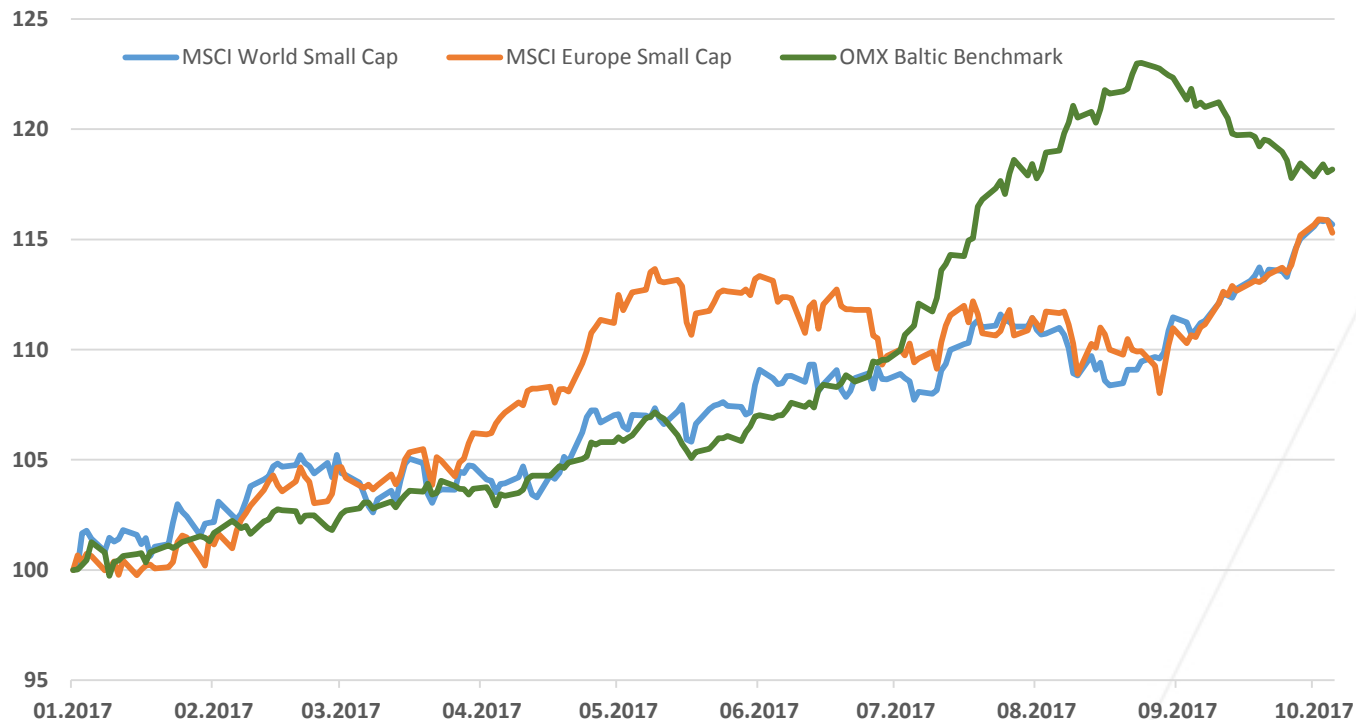
Balti börsid pole sabassörkijad



Allikas: Bloomberg

Balti börsid – 2017 tubli tulemus

Baltic Benchmark vs mõned Small Cap indeksid (02.01.2017=100)



Allikas: Bloomberg

Balti aktsiaturgude suundumused

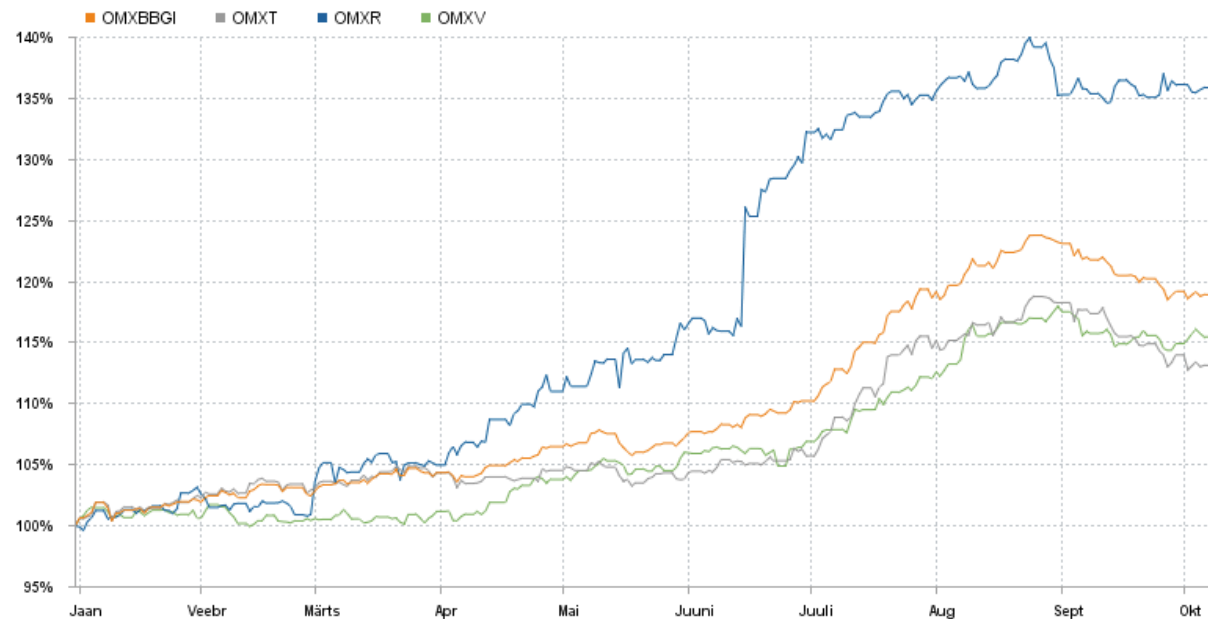
Balti börsid – hoogsalt üle 2007 tippude



Indeks/aktsia	01.01.2007 ?	10.10.2017 ?	+/-%
— OMX Baltic Benchmark GI	749,13	940,55	25,55 ▲
— OMX Tallinn	856,27	1 223,78	42,92 ▲
— OMX Riga	655,54	996,99	52,09 ▲
— OMX Vilnius	492,65	644,32	30,79 ▲

Allikas: Nasdaq Baltic

Balti börsid – hiljutised tõusud osaliselt taandunud

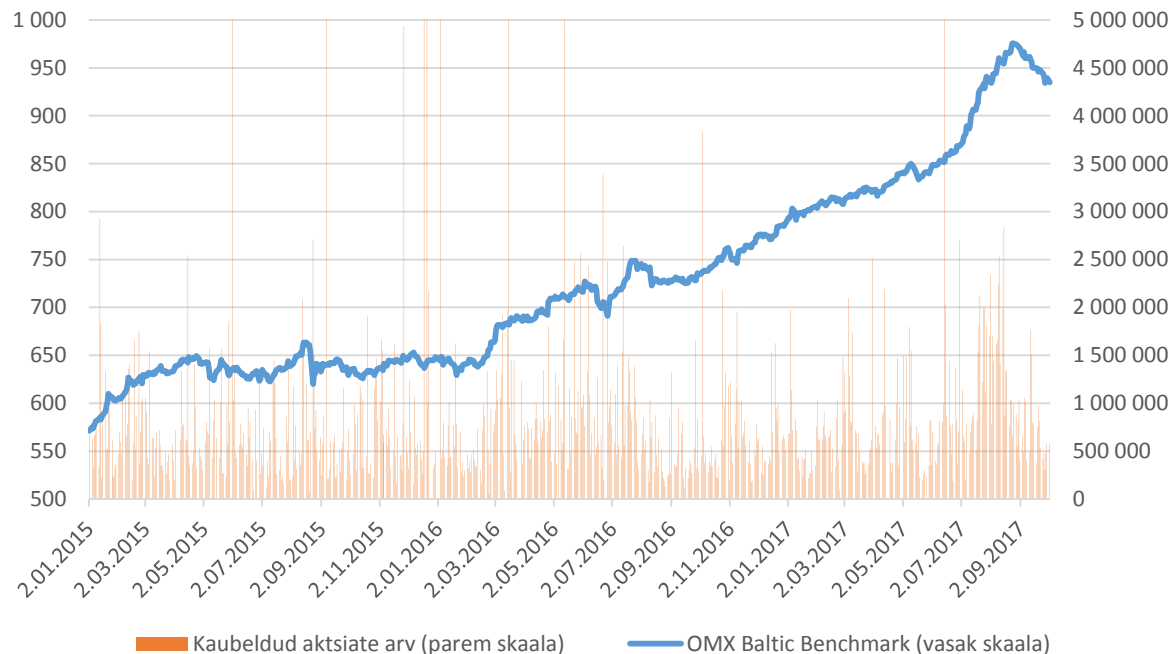


Allikas: Nasdaq Baltic

Indeks/aktsia	01.01.2017 ?	10.10.2017 ?	+/- %
— OMX Baltic Benchmark GI	788,17	940,55	19,33 ↑
— OMX Tallinn	1 075,50	1 223,78	13,79 ↑
— OMX Riga	733,77	996,99	35,87 ↑
— OMX Vilnius	558,50	644,32	15,37 ↑

Balti börsid – kas suvine elevus ajutine?

Baltic Benchmark index ja käive (alates 2015)



Allikas: Bloomberg

Turud vähem optimistlikud kui 2006-2007

- Indeksid on ületanud 2007 tippude taseme.
- Kas see tähendab, et börsid on taas liialt kallid ja järgneb langus?
- Tagasivaatava hinna ja kasumi suhtarvu (P/E) põhjal on tänased turud palju ettevaatlikumad kui aastatel 2006 ja 2007
- Järgnevate aastate väljavaade sõltub eelkõige ettevõtete kasumite arengutest.

Mõned aasta keskmised P/E suhtarvud				
Ettevõte	2006	2007	2015	2016
APG	37,5	35,0	13,4	12,7
KNF	31,4	29,2	16,0	14,9
NCN	14,0	15,4	17,9	14,1
OEG	22,1	26,4	13,1	9,2
OLF	30,9	33,1	8,3	11,9
SAB	28,8	15,5	6,7	3,7
TAL	15,5	6,9	19,3	13,9
TKM	32,8	19,8	12,1	13,0
TVE	24,9	19,0	15,4	15,0
VSS	44,5	64,6	12,0	14,5
Mediaan	29,9	23,1	13,3	13,4

Allikas: Bloomberg, LHV

LHV kaetavate Balti firmade koondnäitajad

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	2 801,7	2 920,4	3 029,6	3 264,2	3 414,7	3 410,2
Käibe kasv, %	0,8	4,2	3,7	7,7	4,6	-0,1
Puhaskasum, EURm	123,6	136,5	132,3	181,9	169,8	168,3
Kasum aktsia kohta, EUR	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
P/E, x	11,8	12,3	13,5	11,1	11,9	12,0
Div. aktsia kohta, EUR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividenditootlus, %	4,8	7,1	4,6	4,1	4,6	4,7
P/B, x	1,0	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1
EV/Käive, x	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA, x	7,5	7,0	7,6	7,6	7,1	6,6
EV/EBIT, x	12,9	11,4	13,2	12,8	11,7	10,9
Omakapitali tootlus, %	8,3	8,8	8,3	11,0	9,9	9,3
Aktsiate arv, mln	1 182,5	1 184,5	1 186,7	1 186,7	1 186,7	1 200,7
Turuväärtus, EURm	1 460,2	1 676,3	1 791,2	2 019,9	2 019,9	2 023,9
EV, EURm	2 312,1	2 339,8	2 464,5	2 729,8	2 604,6	2 494,5
EBITDA, EURm	308,6	332,6	325,8	358,7	368,3	377,7
EBIT, EURm	178,7	204,5	186,9	213,2	221,7	228,9
Omakapital, EURm	1 509,4	1 583,1	1 617,6	1 675,4	1 765,1	1 843,6
Dividendid, EURm	70,1	118,3	81,7	82,8	91,9	94,3

- Sel aastal ootame keskmiselt üle 7% käibekasvu, edaspidi kasv aeglustub
- 2017E kasvud: EBITDA 10%, EBIT 14%
- Kasumlikkuse paranemine 2017
- Aktsiahindade kasv suuremas osas seotud kasumite kasvuga
- Võrreldes USA ja Lääne-Euroopaga aktsiate suhtarvud üpris tagasihoidlikud
- Võrdluseks, Bloombergi andmetel USA S&P 500 indeksi ettevõtete keskmine 12-kuu ettevaatav P/E 18.4, EuroStoxx 600 ettevõtetel 15.2, MSCI Emerging Markets 11.9
- Balti turukapitalisatsioon kokku 7.3 mld, s.h. põhinimekiri 5.5 mld, lisanimetikiri 1.7 mld. Market Cap/GDP umbes 9%, üks väiksemaid maailmas, maailma keskmine 100

LHV kaetavate Eesti firmade koondnäitajad

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	1 967,8	2 045,6	2 104,6	2 305,8	2 404,3	2 370,9
Käibe kasv, %	0,0	4,0	2,9	9,6	4,3	-1,4
Puhaskasum, EURm	90,8	114,5	110,3	152,7	135,5	133,0
Kasum aktsia kohta, EUR	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
P/E, x	12,3	11,8	13,2	10,9	12,2	12,5
Div. aktsia kohta, EUR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividenditootlus, %	5,3	8,1	4,9	4,2	4,7	4,8
P/B, x	0,9	1,0	1,1	1,2	1,1	1,1
EV/Käive, x	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA, x	7,5	6,7	7,5	7,8	7,3	6,8
EV/EBIT, x	13,2	10,6	12,8	13,0	12,2	11,2
Omakapitali tootlus, %	7,3	8,9	8,3	11,2	9,6	9,0
Aktsiate arv, mln	944,4	946,3	946,7	946,7	946,7	960,8
Turuväärtus, EURm	1 116,8	1 347,5	1 458,8	1 659,3	1 659,3	1 663,2
EV, EURm	1 825,6	1 867,6	1 999,9	2 250,8	2 134,8	2 034,1
EBITDA, EURm	244,2	278,8	267,8	290,2	291,9	299,2
EBIT, EURm	138,2	175,5	156,5	173,2	175,4	181,0
Omakapital, EURm	1 259,2	1 320,2	1 342,9	1 383,0	1 450,5	1 512,5
Dividendid, EURm	58,8	108,8	71,7	69,5	77,5	79,4

Allikad: Ettevõtete andmed, LHV

- 2017.aastal kiire käivete ja kasumite kasv
- 2017 kasumid sisaldavad erakorralisi elemente (näiteks Harju Elekter PKC aktsiate müügist)
- Suuremad firmad jõudmas stabiilse arengu faasi, suhteliselt tugev dividenditootlus
- P/B suhtarvud madalad, vastavuses ettevõtete ROE tasemega

Mõned tähelepanekud Balti turgude arengust

- **Suuremad noteeritud firmad jõudmas stabiilse arengu faasi**
 - Aeglustuv käibe ja kasumi kasv
 - Ettevõtted valmis maksma suuremaid dividende, atraktiivne dividenditootlus
 - Otsitakse aktiivselt kasvuvõimalusi väljaspool Baltikumi
 - Võimalikud on ostud, ühinemised ja ülevõtmised (M&A)
- **Ootame uute firmade tulekut börsile ning aktiivsuse kasvu**
 - Balti riikide valitsused on astumas samme kohaliku kapitalituru elavdamiseks
 - Üheks sammuks on osaluste müük riigile kuuluvates ettevõtetes ja noteerimine börsil
 - Tallinna Sadam, Enefit Taastuvenergia (EE tütaretevõtte), EVR Cargo?
 - Pensionifondid on üha enam huvitatud investeerimisest koduregiooni, LHV esirinnas
- **Väike- ja keskmiste ettevõtete huvi kasv börsi kaudu kapitali kaasamiseks**
 - HansaMatrix, Linda Nektar
 - Väikefirmadele hea võimalus – First North kauplemisplatvorm
 - Lähemal ajal tulemas – Madara Cosmetics

Konkreetsed ettevõtted ja hinnangu taust

Balti analüüs

Initiation of coverage

Commercial Real Estate Investment Fund

28th February 2017

Baltic Horizon Fund

Building a Portfolio

Senior Analyst: Shana Vids Gavon, Analyst: Benjamin Toomiste
Contact: shana.gavon@thue, benjamin.toomiste@thue

Investment Summary

Fairly valued at EUR 1.40-1.60

The Baltic Horizon Fund (NHCBHFF) 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.

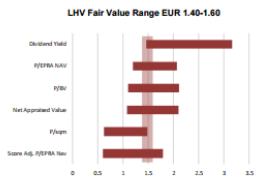
The fund already owns nine properties that offer tenants over 83,200 sqm of net leasable area. This provides it with stable rental income, with low vacancy rates and quality, and thus highly demanded, premises. In addition to this, in the long run, the Baltic Horizon Fund aims to distribute 80% of distributable 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 (%)	25.8	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): 1.289
Symbol: NHCBHFF



Source: LHV

- Dividend yield
- Net appraised value
- P/E ratio
- P/BV
- EV/NAV
- Score Adjusted EV/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 EV/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 EV/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 EV/NAV for comparison, we have also tried to compensate for the limitations by developing a scoring system that adjusts the EV/NAV multiple to account for some of these additional factors. This weighted EV/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. Olainfarm
3. Valmieras Stikla Skiedra

Vilniuse Börs

1. Apranga
2. Klaipėdos Nafta
3. Linas Agro
4. Siauliu Bankas

Sagedus:

- Baltic Insight (vastavalt vajadusele ja uudisvoole)
- Results Review/Comments (kvartaalselt)

LHV

LHV kaetavad ettevõtted

Ettevõte	Sümbol	Turg	Hinna vahemik	Turuhind	Analüütik
Apranga	APG1L	VLN	2.85-3.15	2,64	Shana Gavron
Arco Vara	ARC1T	TAL	1.40-1.55	1,55	Shana Gavron
Baltic Horizon Fund	NHCBHFFT	TAL	Ülevaatomisel	1,32	Shana Gavron
Baltika	BLT1T	TAL	0.35-0.40	0,28	Shana Gavron
HansaMatrix	HMX1R	RIG	8.50-8.90	8,52	Sander Danil
Harju Elekter	HAE1T	TAL	4.00-4.20	4,56	Sander Danil
Klaipėdos Nafta	KNF1L	VIL	0.55-0.65	0,52	Sander Danil
Linas Agro	LNA1L	VIL	0.70-0.80	0,70	Shana Gavron
Linda Nektar	LINDA	TAL	8.00-8.40	8,50	Sander Danil
Merko Ehitus	MRK1T	TAL	8.70-9.20	9,62	Sander Danil
Nordecon	NCN1T	TAL	Ülevaatomisel	1,32	Sander Danil
Olainfarm	OLF1R	RIG	Ülevaatomisel	10,10	Sander Danil
Olympic Entertainment Grupp	OEG1T	TAL	1.95-2.15	1,82	Shana Gavron
Siaulių Bankas	SAB1L	VLN	Ülevaatomisel	0,57	Shana Gavron
Silvano Fashion Group	SFG1T	TAL	Ülevaatomisel	2,65	Sander Danil
Tallink Grupp	TAL1T	TAL	1.00-1.10	1,05	Sander Danil
Tallinna Kaubamaja	TKM1T	TAL	8.10-9.00	9,66	Shana Gavron
Tallinna Vesi	TVEAT	TAL	Ülevaatomisel	12,50	Sander Danil
Valmieras Stikla Skiedra	VSS1R	RIG	3.40-3.60	3,68	Sander Danil

- LHV's hetkel 2 aktsiaanalüütikut
- Hinnang aktsiale antakse õiglase väärtuse vahemikuna
- Hetkel mitme ettevõtte hinnangud ülevaatomisel
- Hoogne tõus viinud mitmed hinnatasemed üle õiglase väärtuse vahemiku

LHV kaetavad ettevõtted- suhtarvud

Ettevõte	Sümbol	Hind	Turukap.	Hinnasiht	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)			P/B (x)			Dividend Yield (%)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
			EURm																			
Apranga	APG1L LH	2,640	146,0	EUR 2.85-3.15	12,7	12,1	11,6	7,0	6,4	6,0	10,3	9,2	8,5	0,8	0,7	0,7	2,7	2,6	2,4	6,2	6,5	6,8
Arco Vara	ARC1T ET	1,550	10,1	EUR 1.40-1.55	10,0	5,4	4,8	12,9	10,3	7,7	13,6	10,7	8,1	2,2	1,6	1,3	0,9	0,9	0,8	0,7	1,2	1,3
Baltic Horizon Fund	NHCBHFFT	1,318	75,5	U.R.	11,0	U.R.	U.R.	n.a.	n.a.	n.a.	15,7	U.R.	U.R.	11,7	U.R.	U.R.	0,4	U.R.	U.R.	1,8	U.R.	U.R.
Baltika	BLT1T ET	0,283	11,5	EUR 0.35-0.40	65,2	22,7	13,5	9,1	3,8	3,0	25,9	7,9	5,8	0,4	0,2	0,1	2,3	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0
HansaMatrix	HMX1R LR	8,520	15,6	EUR 8.50-8.90	26,4	14,7	12,4	8,9	7,5	6,2	25,1	15,9	13,0	1,2	1,2	1,1	2,7	2,4	2,0	0,4	0,5	0,6
Harju Elekter	HAE1T ET	4,560	80,9	EUR 4.00-4.20	15,6	2,9	22,6	10,2	10,1	9,1	15,4	14,1	12,5	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,2	6,4	3,1	3,3
Klaipėdos Nafta	KNF1L LH	0,517	196,8	EUR 0.55-0.65	14,9	14,0	13,3	6,9	6,7	9,5	6,9	6,7	9,5	1,9	1,9	6,7	1,1	1,0	1,0	4,7	3,6	3,8
Linas Agro	LNA1L LH	0,699	111,1	EUR 0.70-0.80	22,1	19,4	10,8	10,8	9,7	7,9	24,7	18,2	13,2	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	0,6	1,2	0,8	1,4
Linda Nektar	LINDA ET	8,500	13,4	EUR 8.00-8.40	14,2	19,0	11,0	8,8	10,3	6,4	12,4	15,2	8,6	2,9	2,9	2,0	2,7	2,8	2,3	2,5	1,8	3,2
Merko Ehitus	MRK1T ET	9,620	170,3	EUR 8.70-9.20	26,2	17,1	13,7	15,4	12,8	10,3	22,4	16,0	12,7	0,7	0,6	0,4	1,3	1,4	1,3	4,5	4,3	5,1
Nordecon	NCN1T ET	1,320	42,7	U.R.	14,1	U.R.	U.R.	8,6	U.R.	U.R.	12,5	U.R.	U.R.	0,3	U.R.	U.R.	1,2	U.R.	U.R.	6,8	U.R.	U.R.
Olainfarm	OLF1R LR	10,100	142,3	U.R.	11,9	U.R.	U.R.	8,8	U.R.	U.R.	13,8	U.R.	U.R.	1,3	U.R.	U.R.	1,3	U.R.	U.R.	7,8	U.R.	U.R.
Olympic Entertainment	OEG1T ET	1,820	276,3	EUR 1.95-2.15	9,2	9,3	9,5	4,2	4,6	4,4	5,3	6,3	6,0	1,2	1,0	0,9	2,2	2,0	1,8	5,6	5,9	5,3
Siauliu Bankas	SAB1L LH	0,569	257,7	U.R.	3,7	U.R.	U.R.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9	U.R.	U.R.	1,1	U.R.	U.R.
Silvano Fashion	SFG1T ET	2,650	98,1	U.R.	12,2	U.R.	U.R.	4,5	U.R.	U.R.	5,0	U.R.	U.R.	1,5	U.R.	U.R.	2,5	U.R.	U.R.	6,8	U.R.	U.R.
Tallink	TAL1T ET	1,050	703,4	EUR 1.00-1.10	13,9	13,2	12,6	7,3	7,6	7,3	15,2	14,8	14,8	1,2	1,3	1,2	0,8	0,8	0,8	3,3	2,9	3,8
Tallinna Kaubamaja	TKM1T ET	9,660	393,4	EUR 8.10-9.00	13,0	13,6	13,0	9,6	9,7	9,0	15,0	14,5	12,5	0,7	0,7	0,7	1,6	2,2	2,1	7,7	5,9	6,2
Tallinna Vesi	TVEAT ET	12,500	250,0	U.R.	15,0	U.R.	U.R.	10,9	U.R.	U.R.	13,7	U.R.	U.R.	5,7	U.R.	U.R.	3,1	U.R.	U.R.	6,6	U.R.	U.R.
VSS	VSS1R LR	3,680	88,0	EUR 3.40-3.60	14,5	10,8	9,9	6,9	5,9	5,2	17,1	11,7	9,9	1,0	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	0,0	2,8	3,0
LHV Balti keskmine*					13,5	11,1	11,9	7,6	7,6	7,1	13,2	12,8	11,7	0,8	0,8	0,8	1,1	1,2	1,1	4,6	4,1	4,6

Allikas: Ettevõtete andmed, LHV, 2017-18E kordajad arvutatud tabelis toodud hindade alusel

U.R. – Ülevaatomisel (Under Review)

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 reisimise ja tarbimise kasvu
- ✓ LNG kütusena (vähendab kütusekulu)
- ✓ Tugev rahavoog
- ✗ Üldiselt kallimad kütuse hinnad
- ✗ Tihe konkurents (Vikingi FSTR Tallinn-Helsingi; uus laev 2020).
- ✗ Alkoholiaktsiiside tõus Eestis
- ✗ Ebaselgus tulenevalt strateegiliste valikute otsingutest

	Turuhind	Hinnasiht
Tallink Grupp	1.050	1.00-1.10

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	921	945	938	978	979	989
Käibe kasv, %	-2,2	2,6	-0,8	4,3	0,0	1,1
Puhaskasum, EURm	27,3	59,1	44,1	53,4	56,0	50,0
Kasum aktsia kohta, EUR	0,04	0,09	0,07	0,08	0,08	0,07
P/E, x	16,6	9,7	13,9	13,2	12,6	14,1
Div. aktsia kohta, EUR	0,02	0,08	0,03	0,03	0,04	0,04
Dividenditootlus, %	3,0	9,3	3,3	2,9	3,8	3,8
P/B, x	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Käive, x	1,2	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA, x	7,5	5,7	7,3	7,6	7,3	6,8
EV/EBIT, x	16,0	10,1	15,2	14,8	14,8	13,8
Omakapitali tootlus, %	3,5	7,4	5,4	6,4	6,5	5,6

Allikas: Tallink Grupp, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 1.05 eurot

Tallink – muutused laevades

- Megastar (2,800 reisija kohta) Helsingi-Tallinna liinil alates jaanuari lõpust, 30% suurem mahutavus võrreldes Superstariga
- Helsingi-Tallinn liinil eelmisel aastal sõitnud Baltic Queen liikus Tallinn-Stockholm liinile, asendades Romantika, mis omakorda liikus Riia-Stockholm liinile
- Shuttle teenuse mahu kasv, aga kruiisiteenuse mahu langus Tallinn-Helsinki liinil
- Mõningane mahutavuse kasv Tallinn-Stockholm liinil
- Mahutavuse ja sageduse kohekordistumine Riia-Stockholm liinil
- Viking Line – täiendav kiirlaev FSRT aprill-oktoobriks (1998 ehitatud 850 reisija ja 120 autokohaga katamaraan)



LHV

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

	Turuhind	Hinnasiht
Olympic EG	1.82	1.95-2.15

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	151	166	191	220	229	232
Käibe kasv, %	3,3	10,1	15,4	14,9	4,1	1,5
Puhaskasum, EURm	21,6	25,7	29,3	29,6	29,1	30,7
Kasum aktsia kohta, EUR	0,14	0,17	0,19	0,19	0,19	0,20
P/E, x	11,9	10,6	9,2	9,3	9,5	9,0
Div. aktsia kohta, EUR	0,10	0,15	0,10	0,11	0,10	0,10
Dividenditootlus, %	5,9	8,4	5,6	5,9	5,3	5,6
P/B, x	2,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6
EV/Käive, x	1,4	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA, x	6,0	6,2	4,2	4,6	4,4	3,8
EV/EBIT, x	8,5	7,8	5,3	6,3	6,0	5,2
Omakapitali tootlus, %	21,4	23,4	24,4	22,4	20,0	19,2

Allikas: Olympic Entertainment Group, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 1.82 eurot

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)

	Turuhind	Hinnasiht
Siauliu Bankas	0.569	Ülevaatamisel

Võtmenäitajad	2014	2015	2016
Neto Intressitulud, EURm	39,79	48,82	53,92
Neto komisjonitulud, EURm	6,51	8,04	9,41
Puhaskasum, EURm	11,77	23,82	43,67
Kasum aktsia kohta, EUR	0,04	0,08	0,12
Div. aktsia kohta, EUR	0,00	0,00	0,00
Dividenditootlus, %	0,3	0,7	0,6
NIM, %	5,5	6,2	6,0
Laenud / Deposiidid, %	50,9	59,3	63,8
Varade tootlus, %	0,7	1,4	2,3
Omakapitali tootlus, %	11,0	17,4	24,3
P/B, x	0,7	0,7	0,9

Allikas: Siauliu Bankas, LHV

Tallinna Kaubamaja – kasum omanikele

- ✓ Tugev dividendide maksmise võimekus
- ✓ Hajutatud toodete ja tegevuste portfelli
- ✓ 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
- ✗ Madalad marginaalid
- ✗ Tugev sõltuvus makromajanduse käekäigust

	Turuhind	Hinnasiht
Tallinna Kaubamaja	9.66	8.10-9.00

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	151	166	191	220	229	232
Käibe kasv, %	3,3	10,1	15,4	14,9	4,1	1,5
Puhaskasum, EURm	21,6	25,7	29,3	29,6	29,1	30,7
Kasum aktsia kohta, EUR	0,14	0,17	0,19	0,19	0,19	0,20
P/E, x	11,9	10,6	9,2	9,3	9,5	9,0
Div. aktsia kohta, EUR	0,10	0,15	0,10	0,11	0,10	0,10
Dividenditootlus, %	5,9	8,4	5,6	5,9	5,3	5,6
P/B, x	2,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6
EV/Käive, x	1,4	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA, x	6,0	6,2	4,2	4,6	4,4	3,8
EV/EBIT, x	8,5	7,8	5,3	6,3	6,0	5,2
Omakapitali tootlus, %	21,4	23,4	24,4	22,4	20,0	19,2

Allikas: Tallinna Kaubamaja, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 9.66 eurot aktsia kohta

Tallinna Vesi – lõpusirgel tariifivaidlus

- ✓ Monopol
- ✓ Varade omanik
- ✓ Tariifivaidluse lõpusirge paistab lähedal
- ✓ Seni tugev dividendiaktsia
- ✗ **Tariifivaidlus Konkurentsiametiga**
- ✗ Risk väga suureks hinnalanguseks, kui kohalikust kohtust või rahvusvahelisest vahekohtust ei tule ettevõtte jaoks positiivset otsust
- ✗ Võimalikud väga erinevad stsenaariumid, halvimal juhul võib õiglase väärtuse vahemik kukkuda alla 8 EUR, parimal juhul kerkida üle 15 EUR

	Turuhind	Hinnasiht
Tallinna Vesi	12.50	Ülevaatamisel

Võtmenäitajad	2014	2015	2016
Käive, EURm	53	56	59
Käibe kasv, %	0,3	5,0	5,5
Puhaskasum, EURm	17,9	19,9	18,4
Kasum aktsia kohta, EUR	0,90	0,99	0,92
P/E, x	14,6	13,9	15,0
Div. aktsia kohta, EUR	0,90	0,90	0,91
Dividenditootlus, %	6,9	6,5	6,6
P/B, x	3,0	3,1	3,1
EV/Käive, x	6,0	6,0	5,7
EV/EBITDA, x	10,4	10,5	10,9
EV/EBIT, x	12,9	13,1	13,7
Omakapitali tootlus, %	20,6	22,5	20,6

Allikas: Tallinna Vesi, LHV

Tallinna Vee tariifivaidlus

- **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 diskonteerimata suurusjärg 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, 20.juunil võeti see menetlusse.
- Paralleelselt ning eraldiseisvana kohalikust kohtuvaidlusest on käimas rahvusvaheline vahekohtumenetlus.
 - Rahvusvahelise vahekohtu istungid toimusid 2016. aasta novembris
 - otsust võiks oodata 2017. aasta 4.kvartalis.

Silvano Fashion – sihtturu tarbija nõrk

- ✓ Kaubamärgi suur tuntus sihtturgudel
- ✓ Laenuvaba
- ✓ Madal investeeringute vajadus võimaldab väljamakseid aktsionäridele
- ✓ Hea dividendide ajalugu ja potentsiaal
- ✗ Aktsia hind rallis 2016.aastal üle 100%
- ✗ Sihtturgude tarbijate ostuvõime jätkuvalt nõrk ning kiiret paranemist ei prognoosita
- ✗ Raamatupidamislikud valuutakursi muutuste mõjud moonutavad kasumit
- ✗ Pigem kallid hinnatase võrreldes ajalooga

	Turuhind	Hinnasiht
Silvano Fashion Group	2.65	Ülevaatamisel

Võtmenäitajad	2014	2015	2016
Käive, EURm	101	65	58
Käibe kasv, %	-17,1	-35,3	-11,3
Puhaskasum, EURm	9,1	9,7	9,0
Kasum aktsia kohta, EUR	0,24	0,25	0,24
P/E, x	4,9	5,0	12,2
Div. aktsia kohta, EUR	0,10	0,25	0,20
Dividenditootlus, %	8,5	19,5	6,8
P/B, x	1,0	1,2	2,5
EV/Käive, x	0,3	0,4	1,5
EV/EBITDA, x	2,0	1,6	4,5
EV/EBIT, x	2,5	1,9	5,0
Omakapitali tootlus, %	18,4	22,1	21,3

Allikas: Silvano Fashion Group, LHV

Tugi sisetarbimise ja investeeringute kasvust

Apranga, Baltika, Merko Ehitus, Nordecon

Apranga – stabiilne dividendiaktsia

- ✓ 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

	Turuhind	Hinnasiht
Apranga	2.64	2.85-3.15

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	146	159	173	184	190	197
Käibe kasv, %	8,2	8,5	8,7	6,6	3,3	3,5
Puhaskasum, EURm	11,2	10,4	11,2	12,0	12,6	12,9
Kasum aktsia kohta, EUR	0,20	0,19	0,20	0,22	0,23	0,23
P/E, x	12,9	13,7	12,7	12,1	11,6	11,3
Div. aktsia kohta, EUR	0,13	0,12	0,16	0,17	0,18	0,18
Dividenditootlus, %	5,0	4,7	6,2	6,5	6,8	7,0
P/B, x	3,2	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3
EV/Käive, x	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA, x	7,9	7,8	7,0	6,4	6,0	5,6
EV/EBIT, x	11,2	11,5	10,3	9,2	8,5	8,0
Omakapitali tootlus, %	25,4	22,0	21,8	21,8	21,6	21,0

Allikas: Apranga, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 2.64 eurot aktsia kohta

Baltika – taastumise tõehetk

- ✓ Jätkuv tugi sisetarbimise kasvust
- ✓ Firma jõudnud taas kasumi piirile, 2016 4.kv ja 2017 2.kv kasumis
- ✓ Kontroll ettevõttes liikumas Soome päritolu investorite kätte, vajadusel võimalik täiendav kapitalisüst
- ✓ Frantsiisivõrk Venemaal ja Ukrainas lisab potentsiaali kui sealsed turud taastuvad
- ✗ Väga tugev konkurents
- ✗ Madal käibe kasv
- ✗ Jätkuvalt habras finantspositsioon
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Keskmisest riskantsem investeering

	Turuhind	Hinnasiht
Baltika	0.283	0.35-0.40

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	48	49	47	48	49	50
Käibe kasv, %	-18,0	2,0	-3,7	1,2	2,1	2,2
Puhaskasum, EURm	-1,3	-6,4	0,2	0,5	0,9	1,0
Kasum aktsia kohta, EUR	-0,03	-0,16	0,00	0,01	0,02	0,02
P/E, x	n.m.	n.m.	65,2	22,7	13,5	14,8
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
P/B, x	2,2	2,9	2,3	1,3	1,2	1,0
EV/Käive, x	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2
EV/EBITDA, x	13,2	21,1	9,1	3,8	3,0	4,1
EV/EBIT, x	29,0	n.m.	25,9	7,9	5,8	7,3
Omakapitali tootlus, %	-12,5	-94,0	3,6	7,2	9,0	8,4

Allikas: Baltika, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 0.283 eurot aktsia kohta

Merko Ehitus – pigem kallid

- ✓ Suhteliselt kõrge pooleliolevate tööde portfelli – EUR 388m 2kv. 2017
- ✓ Korterite arendus toetab ehitustegevust
- ✓ Kasutamata Euroopa abifondid kontsentreeruvad 2017-2020 aastatele
- ✓ Kasumi jagamine aktsionäridega
- ✓ Tugev finantspositsioon
- ✗ Väga tihe konkurents
- ✗ Võidetud objektide kasumlikkus võib olla madalam kui varem
- ✗ Stabiliseerunud korterite hinnakasv Tallinnas
- ✗ Aktsia hind kerkinud üle LHV hinnavahemiku

	Turuhind	Hinnasih
Merko Ehitus	9.62	8.70-9.20

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	252	251	252	298	366	300
Käibe kasv, %	-4,0	-0,5	0,4	18,1	22,9	-18,0
Puhaskasum, EURm	12,4	10,0	6,1	10,0	12,4	12,9
Kasum aktsia kohta, EUR	0,70	0,56	0,35	0,56	0,70	0,73
P/E, x	10,2	15,0	26,2	17,1	13,7	13,2
Div. aktsia kohta, EUR	0,64	0,51	0,41	0,41	0,49	0,51
Dividenditootlus, %	9,0	6,0	4,5	4,3	5,1	5,3
P/B, x	1,0	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3
EV/Käive, x	0,4	0,6	0,7	0,6	0,4	0,6
EV/EBITDA, x	6,8	9,1	15,4	12,8	10,3	9,5
EV/EBIT, x	8,0	11,3	22,4	16,0	12,7	11,6
Omakapitali tootlus, %	10,0	7,9	4,9	8,0	9,7	9,7

Allikas: Merko Ehitus, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 9.62 eurot aktsia kohta

Nordecon – kasvuväljavaated head

- ✓ Suhteliselt tugev pooleliolevate tööde portfelli – EUR 131m 2kv. 2017
- ✓ Alates juuli algusest teatanud EUR 93m uusi lepinguid, s.h. EUR 11m Ukrainas
- ✓ Kasutamata Euroopa abifondid kontsentreeruvad 2017-2020 aastatele
- ✓ Täiendav dividend 0.065 EUR/aktsia otsustati 2.oktoobril, cum-dividend 12.10.2017
- ✗ Ukraina varade allahindluse risk
- ✗ Väga tihe konkurents
- ✗ Võidetud objektide kasumlikkus võib olla madalam kui varem

	Turuhind	Hinnasiht
Nordecon	1.32	Ülevaatamisel

Võtmenäitajad	2014	2015	2016
Käive, EURm	161	146	183
Käibe kasv, %	-7,1	-9,8	26,0
Puhaskasum, EURm	2,0	0,2	3,0
Kasum aktsia kohta, EUR	0,06	0,01	0,09
P/E, x	17,5	203,6	14,1
Div. aktsia kohta, EUR	0,03	0,06	0,09
Dividenditootlus, %	2,8	5,7	6,8
P/B, x	1,0	1,0	1,2
EV/Käive, x	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA, x	8,5	8,4	8,6
EV/EBIT, x	12,3	12,3	12,5
Omakapitali tootlus, %	5,8	0,5	8,6

Allikas: Nordecon, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 1.32 eurot aktsia kohta

Selged märgid tulemuste paranemist

Valmieras Stikla Skiedra, HansaMatrix, Harju Elekter,
Olainfarm

VSS – oodatav tootmise ja kasumi kasv

- ✓ Kasvav globaalne nõudlus klaaskiud toodete järele
- ✓ Tootmismahdade laiendamine 2016 ja 2017 aastate lõpus, valmib USA tehas
- ✓ 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

	Turuhind	Hinnasiht
Valmieras Stikla Skiedra	3.68	3.40-3.60

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	8,9	8,3
Kasum aktsia kohta, EUR	0,30	0,23	0,21	0,34	0,37	0,35
P/E, x	12,4	14,8	14,5	10,8	9,9	10,6
Div. aktsia kohta, EUR	0,12	0,07	0,00	0,10	0,11	0,10
Dividenditootlus, %	3,2	2,0	0,0	2,8	3,0	2,8
P/B, x	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
EV/Käive, x	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA, x	7,5	8,0	6,9	5,9	5,2	5,2
EV/EBIT, x	15,9	19,0	17,1	11,7	9,9	10,2
Omakapitali tootlus, %	14,5	10,3	9,4	14,2	13,8	11,6

Allikas, Valmieras Stikla Skiedra, LHV, 2017-19E kordajad arvatatud hinnaga 3.68 eurot aktsia kohta

HansaMatrix – hea müügikasv

- ✓ 2017 esimeses pooles oluliselt kasvatatud tootmisvõimsust
- ✓ Ventspilsi tehases uus tootmisliin, ligikaudu kahekordistades tootmisvõimsuse, investeeringud Parogre tehases tõstsid võimsust 20%
- ✓ Panustatakse oma R&D meeskonna kasvu, 2kv. seisuga 18 inseneri
- ✓ Juhtkonna eesmärgid aastaks 2020 – käive EUR 30m, EBITDA marginaal 12-15%
- ✓ 47% osalus SIA “Lightspace Technologies” – patenteeritud mitmekihiline 3D tehnoloogia
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Pikemas perspektiivis marginaalid pigem alanevad
- ✗ Oma arendustegevus võimaldab kõrgemat lisandväärtust, kuid ka suurendab riske

	Turuhind		Hinnasiht			
HansaMatrix	8.52		8.50-8.90			
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	11	13	17	19	23	26
Käibe kasv, %	3,6	24,9	27,0	14,1	18,9	13,5
Puhaskasum, EURm	-2,0	1,1	0,6	1,2	1,2	1,4
Kasum aktsia kohta, EUR	-1,12	0,59	0,30	0,66	0,63	0,77
P/E, x	0,0	0,0	25,6	11,7	12,2	10,1
Div. aktsia kohta, EUR	0,00	0,02	0,03	0,07	0,06	0,11
Dividenditootlus, %	n.a.	n.a.	0,4	0,9	0,8	1,5
P/B, x	n.a.	n.a.	2,6	2,1	1,8	1,6
EV/Käive, x	n.a.	n.a.	1,1	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA, x	n.a.	n.a.	8,7	6,6	5,9	4,9
EV/EBIT, x	n.a.	n.a.	24,5	13,0	12,9	10,0
Omakapitali tootlus, %	-58,6	43,5	12,5	19,9	16,1	16,9

Allikas: HansaMatrix, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 8.52 eurot aktsia kohta

Harju Elekter – sel aastal hea kasv

- ✓ PKC aktsiate müügist laekus EUR 25.8m
- ✓ Ühekordse suure dividendi potentsiaal
- ✓ Suuremahuline leping Soomest komplektalajaamade tootmiseks
- ✓ Allika tööstuspargi laiendamine
- ✓ Skeleton Technologies – investering
- ✓ Suuresti laenuvaba
- ✓ Ehitussektori tugevus toetab müüki
- ✓ Võimalik ettevõtte ost Rootsis (SEBAB)
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Suhteliselt madal omakapitali tootlus
- ✗ Kinnisvaraarendusega kaasnevad täiendavad riskid

	Turuhind	Hinnasiht
Harju Elekter	4.56	4.00-4.20

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Käive, EURm	51	61	61	80	82	84
Käibe kasv, %	4,8	19,9	0,8	30,9	2,3	2,0
Puhaskasum, EURm	9,7	3,2	3,2	27,8	3,6	3,7
Kasum aktsia kohta, EUR	0,56	0,18	0,18	1,57	0,20	0,21
P/E, x	5,0	14,6	15,6	2,9	22,6	21,9
Div. aktsia kohta, EUR	0,15	0,12	0,18	0,14	0,15	0,16
Dividenditootlus, %	5,4	4,6	6,4	3,1	3,3	3,5
P/B, x	0,8	0,8	0,8	1,2	1,2	1,1
EV/Käive, x	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA, x	10,6	8,7	10,2	10,1	9,1	8,8
EV/EBIT, x	17,8	12,9	15,4	14,1	12,5	12,0
Omakapitali tootlus, %	16,0	5,5	5,4	43,1	5,2	5,2

Allikas: Harju Elekter, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 4.56 eurot aktsia kohta

Olainfarm – kasumi kasv & kõrge DPS

- ✓ Eeldavalt provisjonide puudumine 2017 aastal – kasumi kasv
- ✓ 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 laenude tagasimaksmisele
- ✓ Suhteliselt hea läbipaistvus
- ✗ Juhtkonnale antud laenud
- ✗ Piiratud laienemispotentsiaal peamiste müügiartiklite osas
- ✗ SRÜ riikidega seonduv kõrgem riskitase
- ✗ Juhtkond alandas hiljuti 2017 kasumiplaani 15.5-lt 13.5-le mln EUR, käibeootus 127 mln.

	Turuhind	Hinnasiht
Olainfarm	10.10	Ülevaatamisel

Võtmenäitajad	2014	2015	2016
Käive, EURm	94	97	111
Käibe kasv, %	20,1	4,0	14,3
Puhaskasum, EURm	12,2	15,3	10,1
Kasum aktsia kohta, EUR	0,87	1,08	0,72
P/E, x	9,3	6,6	11,9
Div. aktsia kohta, EUR	0,00	0,18	0,66
Dividenditootlus, %	0,0	2,5	7,8
P/B, x	1,6	1,1	1,3
EV/Käive, x	1,4	1,1	1,3
EV/EBITDA, x	5,8	4,3	8,8
EV/EBIT, x	7,1	5,8	13,8
Omakapitali tootlus, %	18,1	18,9	11,0

Allikas, Olainfarm, LHV, 2017-19E kordajad arvutatud hinnaga 10.10 eurot aktsia kohta

MADARA Cosmetics IPO

- Läti orgaanilise kosmeetika ja nahahooldus-toodete tootja, asutatud 2006
- IPO periood 16.10-03.11.2017, seejärel noteerimine First North'il
- Prospekt saadaval : <https://www.madaracosmetics.ee/investorile/prospekt/> (põhiprospekt inglise keeles, eestikeelne kokkuvõte)
- Emiteeritakse kokku kuni 530,442 aktsiat hinnaga EUR 6.25 aktsia, ~15% ettevõttest
- IPO sisaldab pakkumist jaeklientidele Eestis ja Lätis
- Juhtkonna ja ettevõtte esitlused:
 - 23.10 kell 17:30 Tallinn (otseülekanne Facebookis <https://www.facebook.com/events/2010718672545771/>)

Aitäh! Küsimusi?

Sander Danil
Vanemanalüütik

sander.danil@lhv.ee

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/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)