

TEE VAHET VÄÄRTUSAKTSIAL JA VÄÄRTUSFIRMAL

Kui firmal on head varad, siis hinnatakse teda üsna kõrgelt. Tihti ei ole väärtusfirmadel ka eriti laene ja oma valdkonnas asuvad nad enamikul aladel tugeval positsioonil. Aktsia on omandiväärtpaber, mis võib olla ühtaegu odav ja kallis. Seepärast ei saa minu meelest väärtusaktsia ja väärtusfirma vahele võrdusmärki tõmmata. Teoreetiliselt võid väärtusaktsiaid leida ka nõrgema bilansiga firmadest, kus raamatupidamises puudub hulk materiaalseid ja immateriaalseid varasid, peasi, et aktsia oleks firma tuleviku kasumi ja rahavoogude alusel hinnatud piisavalt madalaks. Mõnes valdkonnas puudub vajadus suure vara järele.

Väärtusaktsia klassikalised tunnused

- Kõrge dividendimäär ja mitme aasta vältel suurenevad dividendid
- Head rahavood ja hea finantsseis, mis tagab stabiilsed dividendid
- Aktsia hind on praeguse ja tulevase aktsiakasumiga võrreldes madal

LEIA MAAILMA PARIMAD AKTSIAD

- Aktsia hind on aktsia puhasväärtusega võrreldes madal
- Firmal on püsivad, suurt tulu andvad varad
- Firmal on tugev kaubamärk ja tegevus, mida on keeruline järele teha

Näide: väärtusfirma Holmen

Stockholmi börsi klassikalise väärtusfirma näiteks võib tuua metsatööstusettevõtte Holmen. 1609. aastal Norrköpingis alustanud Hertsog Johani relvavabrikust on nüüdseks saanud suur metsatööstusettevõtte. Holmenile kuulub miljon hektarit metsa, firma toodangu hulka kuuluvad trükipaber, kartong ja puidutooted. Mets kasvab aeglaselt, kuid kindlalt ja loob tänu sellele turvalise aluse, kuna uued metsad ei kasva puidul. Seda siis piltlikult öeldes, sest tegemist on üsna raskesti järele aimatava äriideega. Nõudlus kartongi järele kasvab seoses ülemaailmse ja e-kaubanduse populaarsuse kasvuga.

Holmeni tugevus seisneb stabiilsuses ja madalates riskides. Muu hulgas tähendab see, et dividende ei suuda eriti miski negatiivselt mõjutada. Viimase kümne aasta jooksul on dividendimäär olnud umbes neli protsenti. Konjunktuuritundliku firma kohta on Holmen suhteliselt stabiilne. Teisest küljest pole kümne aasta vaates eriti kasvanud müük ega märkimisväärselt suurenenud kasum. Osalt võib seda selgitada ajalehtede ja ajakirjade digitaalse sisu kasvuga paberväljaannete arvelt, aga ka paberitootjate karmi konkurentsiga.

Lisaks ulatub firma omakapitali tulu harva üle kümne protsendi. Paljude aastate lõikes peaks kogutulu aktsia

kohta pigem sarnanema firma netovaradest saadava tuluga. Holmeni aktsiaid ei osta sa niisiis mitte sellepärast, et tegemist oleks kauaaegse hinnaliidriga, vaid sellepärast, et neilt teenid alati dividende ja suhteliselt madala riski juures on tootlus korralik. See näitab, et kasvu küll pole, aga see-eest on riskid madalad. Võib-olla kõlab igavalt, kuid pika aja peale on see tulemus hea.

Väärtusaktsia ja väärtusfirma erinevus

Millal on väärtusfirma Holmeni aktsia tõepoolest väärtusaktsia? Selleks on vaja, et see oleks väärt rohkem kui tänasel päeval. Kui Finantskutsikas (börs) Holmeni Väärtusprouast ette lippab, siis pole vahet, kas mets on hooldatud, kaubamärk tugev, rahavood stabiilsed või paberitööstus oma raskes valdkonnas kindlal alusel. Kallis aktsia ei saa kunagi olla väärtusaktsia. Odin Fonderi fondijuhi Vegard Søråuneti sõnul defineeritakse väärtusaktsiat börsil väga erinevalt:

Meie Odinis arvame, et väärtusaktsia on aktsia, mille hind on võrreldes firma loodud väärtusega huvipakkuv. Väärtust loovad firmad, mille kapitalitulu ulatub keskmiselt üle kaheksa protsendi. Need on meie silmis väärtusfirmad. Kui on lisaks olemas ka väärtusaktsia, siis see peab olema hinnastatud nii, et see pakub huvi. Meie silmis võib väärtuse loomist nimetada ka kvaliteediks. Mida kõrgem kvaliteet, seda kõrgem hind, aga samahästi võib see olla ka väärtusaktsia.

TOIMI TURVAVARUGA ÕIGESTI

„Turvavaru on hädavajalik, kuna väärtuse hindamine on ebatäpne kunstivorm, tulevikku pole võimalik ennustada ja investorid on inimesed, kes teevad vigu.“

– Baupost Groupi varahaldur Seth Klarman

Turvavaru on vahe aktsia ostuhinna ja tegeliku väärtuse vahel. Inglise keeles nimetatakse seda, nagu 2. peatükis öeldud, *margin of safety*, ja aktsia tegelik väärtus on *intrinsic value*. Erinevate allikate andmeil eelistavad Benjamin Graham ja Warren Buffett aktsiaid, mille hind on 30–50 protsenti õiglasest väärtusest madalam.

Mida suurem turvavaru, seda väiksem on oht miinusesse jääda, kuid see eeldab, et aktsia ei ole odav vaid seetõttu, et sa liiga optimistlikult arvutasid. Turvavaru läheb sul vaja selleks, et korvata ennustuste, tuleviku, börsi järgmise madalseisu ja muu taolisega seotud ebakindlust.

Aktsia tegelikku väärtust on võimalik teatud valemitega välja arvutada, aga sellistesse asjadesse ei tasu kunagi pimesi uskuda. Erinevad hindamismeetodid ja suhtarvud võivad anda erineva vastuse sõltuvalt sellest, kuidas sa nendega ümber käid ja kõigele ei annagi numbreid

LEIA MAAILMA PARIMAD AKTSIAD

külge panna. Hindamismeetodite kohta saad rohkem teada 18. peatükist.

Üks hea variant on arvutada välja aktsia umbkaudne tegelik väärtus. Proovi leida aktsia enam-vähem tegeliku väärtuse hinnavaheemik. Seejärel osta mingi firma esimesed aktsiad või suurenda olemasolevat portfelli ainult siis, kui kurss jääb selgelt alla selle hinnavaheemiku.

Ühtlasi pead firma väärtust korrapäraselt üle vaatama. Ajad muutuvad ja võib-olla on väärtus küll suurenenud, aga hind pole eriti paigast nihkunud. Aktsiat ei pea tingimata ära müüma, kuni selle hind pole ületanud seda hinnavaheemikku, mida sina pead selle aktsia väärtusele sobivaks, aga kui leiad parema ja odavama aktsia, siis võid müüa isegi juhul, kui aktsia pole oma tegelikust väärtusest kallimaks muutunud.

Sinu valik sõltub veidi mõjuritest, mida numbritega hinnata pole võimalik. Siin räägime kõigest, alustades haruldaselt lojaalsetest klientidest ja lõpetades poliitiliste riskidega. Loomulikult on väga keeruline ette näha, kuhu liiguvad edaspidi konkurents ja hinnasurve. Samamoodi pole teada, kuidas võetakse vastu firma järgmine tootearendus või millised on edaspidi intressimäärad.

Intressimäärasid mõjutab ettevõtte finantseerimine ja aktsia väärtus. Matemaatilisest aspektist tähendavad kõrgemad intressid, et hetke väärtuses väljendub tuleviku kasum väiksemana, nii et kui analüütikud arvutavad või sa ise arvutad tuleviku kasumit, siis tuleb lisada õige protsent.

Peale arvutamise on aktsia väärtuse hindamiseks muidugi olemas ka palju teisi mooduseid. Vaid sina ise saad

otsustada, millised meetodid või kriteeriumid just sulle kõige paremini sobivad.

Meil kõigil on erinevate valdkondade kohta erinevad teadmised ja ühiskonna toimimise osas on meil ka erinevad kogemused. Sinu jaoks parimad firmad on need, kus aktsia näeb välja nagu väärtusaktsia ning firma tegevus tundub õige.

KUI TAHAD ROHKEM TEADA

BÖRSI FEDI MUDEL JA RISKIPREEMIA

Ben Graham käib oma raamatu „Intelligentne investor“* 20. peatükis läbi nii-öelda rusikareeglid, kuidas arvutada turvavaru intressimäära järgi.

Alustad sellest, et jagad aktsia saadava kasumi aktsia hinnaga, vastuseks saad niinimetatud kasumitootluse. Sa teisendad P/E suhtarvu lihtsalt E/P suhtarvuks. Kui kasum aktsia pealt on 50 euro senti ja aktsia hind 10 eurot, siis on kasumitootlus (*earnings yield*) 5 protsenti. Kui turumäär on kümne aasta peale samal ajal üks protsent, siis on sul neli protsenti turvavaru.

Sama saad rakendada börsile üldiselt, püüdes enam-vähem välja arvutada börsiindeksi keskmist P/E suhtarvu. P/E suhtarv 20 on murdarvuna 20/1 ja ülaltoodud näite järgi saab sellest 1/20 ehk viis

* Benjamin Graham, „Intelligentne investor“. Tõlkinud Olavi Teppan. Kirjastus Äripäev 2018.

protsenti. P/E suhtarv 10 on siis 10/1 ja ümberpööratuna saab sellest 1/10 ehk 10 protsenti.

See arvutusviis ei arvesta börsifirmade kasumiarengut. Ega ka intressimäärade oodatavaid muutusi. Seepärast oleks parem kasutada selle aasta ja järgmise aasta ennustatavaid arve või ainult tuleviku omi, aga siis ei pruugi prognoos jälle täppi minna.

Mina soovitan seetõttu rusikareeglina vaadata hoopis börsi ja aktsiate hinnataset ning sellega piirdudagi. Tegemist on väga jäiga abivahendiga, mis ei aita sind ajastamisel. Küll aga võib see panna sind mõtlema aktsia- ja võlakirjaturgude hindamisega seotud riskide üle.

E/P suhtarvu ja kasumitootlust kasutatakse tavaliselt selleks, et välja arvutada riskipreemia suurus, mitte selleks, et rääkida turvavarust. Riskipreemia on tootluse maht, mida vajame, et korvata riske ja ebakindlust. Börsil on riskipreemia ajalooliselt olnud viis protsenti. Näiteks kolm protsenti riskivaba intressi (see tähendab kümneaastastelt riigivõlakirjadelt) pluss need viis protsenti, mida tahame börsil lisaks teenida, sest risk on suurem, teeb aastatulult kokku kaheksa protsenti.

Kui börsiettevõtete keskmine kasumitootlus jääb alla viie protsendi ja sa ei usu, et kasum suureneks või intressimäärad alaneksid, siis ei ole börsiindeks pikas perspektiivis seda riski väärt. Sama kehtib üksikute aktsiate puhul. Väärtusinvestor

hoiab siis neist eemale. Eriti keeruliseks muutub olukord siis, kui keskpangad intressimäärad turul mingi ajavahemiku jooksul kunstlikult alla toovad.

Võrdle intressimäära dividendimääraga. Kui suurfirmade dividendimäär on suurem kui riigivõlakirjade kümneaastane intressimäär – kas siis on aeg osta või on tegemist hoiatussignaaliga, et dividendid võivad väheneda? Või on võlakirjade hind keskpankade tegevuse tõttu börsil vale, või on hoopis midagi muud lahti? Mõtle, et näiteks riigi võlakirja üheprotsendine intressimäär vastab P/E suhtarvule 100 ja seda sama tulu juures kogu kehtivusaja jooksul. Mõnikord on turvaline säästmine väga kallis, aga siiski parem kui aktsiad, kui börs kukub.

P/E suhtarvu võrdlemist intressimääradega on nimetatud ka Fedi mudeliks (*Fed's Stock Valuation Model*). Wikipedia järgi lõi mudeli 1997. aastal Ed Yardeni, tükk aega pärast seda, kui Graham sellest meetodist oli kirjutanud.