



Väärtus – rohkem kui lihtsalt number!

Maastikust arusaamine

Oscar Wilde on öelnud, et küünik on inimene, kes „teab kõikide asjade hinda ja mitte millegi väärtust“. Sama võib öelda paljude investorite kohta, kes peavad investeerimist mänguks ja eduseisu säilitamist selle võitmiseks. Mõistliku investeerimise postulaat on, et investor ei maksa vara eest rohkem, kui see väärt on. Selle väitega nõustudes peaks enne ostu sooritamist vähemalt püüdma hinnata ostetava väärtust. Ma tean, et leidub neid, kes väidavad väärtuse olevat vaataja silmades ja kelle arvates iga hind, mida teised investo-rid peavad õigeks, ongi õigustatud. See on ilmselgelt absurdne. Isiklik vaimustus võib olla kõik, mis loeb

juhul, kui tegemist on maali või skulptuuriga. Finantsvarasid ostetakse nende tulevaste rahavoogude pärast. Aktsia hinda ei saa õigustada pelgalt argumendiga, et tulevikus leidub teisi investoreid, kes maksavad kõrgeimat hinda. See on sama nagu mängida kõrge hinnaga toolide-muusika mängu, kus küsimuseks saab: kus te olete, kui muusika lakkab?

Kaks lähenemisviisi hindamisele

On olemas kümneid hindamismudeleid, kuid ainult kaks hindamismeetodit: *sisemine* ja *suhteline*. Sisemise hindamise puhul alustame lihtsa väitega: vara sisemine väärtus määratakse kindlaks selle eluea jooksul eeldatavalt genereeritavate rahavoogude ja selle alusel, kui ebakindlana end nende rahavoogude suhtes tunnete. Kõrge ja stabiilse rahavoogudega varad peaksid olema väärtuslikumad kui madalate ja volatiilsete rahavoogudega varad. Rohkem peaks maksma kinnisvara eest, millel on pikaajalised rentnikud, kes maksavad kõrget renti, ja vähem spekulatiivsema kinnisvara eest, millel ei ole mitte ainult väiksem renditulu, vaid mille vakantsuse määrad on periooditi muutlikumad.

Kuigi põhimõtteliselt tuleks keskenduda sisemisele hindamisele, hinnatakse enamikku varasid suhtelisuse alusel. Suhtelise hindamise puhul hinnatakse varasid

vaadeldes, kuidas turg hindab sarnaseid varasid. Seega, kui olete otsustamas, kui palju peaksite maksma maja eest, siis vaatate, mis hinnaga on müüdnud sarnaseid maju naabruskonnas. Aktsia puhul tähendab see, et võrreldakse selle hinda sarnaste aktsiate hindadega, tavaliselt „võrdlusgrupi“ aktsiatega. Seega peetakse Exxon Mobilit ostetavaks aktsiaks siis, kui sellega kaubeldakse 8-kordse kasumiga, samas kui teised nafta-ettevõtted samal ajal kauplevad 12-kordse kasumiga.

Kuigi mõlemas leiris on puriste, kes väidavad, et teine lähenemisviis on kasutu, leidub kesktee. Sisemine hindamine annab põhjalikuma pildi sellest, mis on ettevõtte või aktsia väärtuse aluseks, kuid mõnikord annab suhteline hindamine väärtuse kohta realistlikuma hinnangu. Üldiselt ei ole mingit põhjust eelistada üht teisele, sest miski ei takista sama investeeringu puhul kasutamast mõlemat lähenemisviisi. Tegelikult võite parandada oma võimalusi, investeerides aktsiatesse, mis on alahinnatud mitte ainult sise-
mise, vaid ka suhtelise väärtuse alusel.

Miks peaks see teid huvitama?

Investorid tulevad turule väga erinevate investeerimisfilosoofiatega. Mõned on turu ajastajad, kes soovivad osta enne turu tõusu, samas kui teised usuvad aktsiate

valimisse kasvu ja tulevase kasumipotentsiaali alusel. Mõned uurivad hinnagraafikuid ja liigitavad end tehnilisteks analüütikuteks, samas kui teised arvutavad finantsnäitajaid ja on fundamentaalanalüüsi usku – nad uurivad konkreetseid rahavoogusid, mida ettevõtte võib genereerida, ja tuletavad väärtuse nende rahavoo- gude põhjal. Mõned investeerivad lühiajaliste kasu- mite saamiseks ja teised pikaajalise kasumi kogumise nimel. Varade hindamise tundmine on kasulik kõigile neile investoritele, kuigi selle koht protsessis on erinev. Turuajastajad saavad hindamisvahendeid kasutada protsessi alguses, et kindlaks määrata, kas varade rühm või klass (aktsiad, võlakirjad või kinnisvara) on ala- või ülehinnatud, samas kui üksikaktsiate valijad saavad üksikute ettevõtete hindamisele tuginedes otsustada, millised aktsiad on odavad ja millised kallid. Isegi tehnilised analüütikud saavad hindamisi kasutada, et tabada impulsside muutusi, kui tõusuteel olev aktsia kurssi muudab ja langema hakkab või vastupidi.

Väärtuse hindamise vajadus on aga liikunud üha kaugemale investeringutest ja portfelli- haldusest. Hindamisel on oma roll ettevõtte elutsükli igas etapis. Laienemisele mõtlevate väikeste eraettevõtete puhul mängib hindamine võtmerolli olukorras, kus nad pöörduvad lisakapitali saamiseks riski- ja erakapitali investorite poole. Ettevõtte osa, mida riskikapitalistid

kapitalisüsti eest nõuavad, sõltub nende poolt kalkuleeritud ettevõtte hinnangulisest väärtusest. Kui ettevõtted kasvavad ja otsustavad börsile minna, määravad hindamised hindu, millega neid avalikul pakkumisel turul pakutakse. Kui hind on paika pandud, mõjutavad kõik sellega seotud otsused (nt kuhu investeerida, kui palju laenata ja kui palju omanikele tagastada) arusaama ettevõtte väärtusest. Isegi raamatupidamine ei ole immuunne. Kõige olulisem ülemaailmne suundumus raamatupidamisstandardites on üleminek õiglase väärtuse arvestusele, kus varasid bilansis hinnatakse nende õiglase väärtuse alusel, mitte aga algse soetusmaksumuse järgi. Seega eeldab isegi pealiskaudne finantsaruannetega tutvumine hindamis põhimõtete mõistmist.

Mõned tõed hindamise kohta

Enne hindamise üksikasjadesse süvenemist tasub ära märkida mõned üldised tõed hindamise kohta. Need annavad teile mitte ainult perspektiivi teiste tehtud hindamisi jälgides, vaid ka mõningast tuge, kui teete oma hindamisi.

Kõik hindamised on erapoolikud

Peaaegu kunagi ei alustata ettevõtte või aktsia hindamist tühjal lehelt. Liiga sageli on vaated ettevõtte või aktsia kohta välja kujunenud juba enne, kui hakkate oma kasutatavatesse mudelitesse ja mõõdikutesse numbreid sisestama. Pole üllatav, et järeldused kipuvad peegeldama eelarvamusi. Protsessi erapoolikus algab ettevõtetest, mida hindamiseks valite. Need valikud ei ole juhuslikud. Võimalik, et olete ajakirjandusest selle ettevõtte kohta midagi (head või halba) lugenud või kuulnud mõnelt kommentaatorilt või reporterilt, et konkreetne ettevõtte on ala- või ülehinnatud. Erapoolikus jätkub ettevõtte kohta hindamiseks vajaliku teabe kogumise protsessis. Aastaruanne ja muud finantsaruanded ei sisalda mitte ainult raamatupidamisnumbreid, vaid ka juhtkonna arutelusid tulemuste kohta, mis sageli annavad numbritele parima võimaliku vindi.

Professionaalsete analüütikute puhul lisanduvad *institutsionaalsed tegurid*, mis seda niigi märkimisväärset kallutatust suurendavad. Näiteks annavad aktsiaanalüütikud rohkem ostu- kui müügisoovitusi, sest nad peavad säilitama häid suhteid jälgitavate ettevõtetega. Samuti avaldavad neile survet nende endi tööandjad, kes kõnealustest ettevõtetest muud äritegevust genereerivad. Nendele institutsionaalsetele teguritele tuleb lisada ala- ja ülehinnatud ettevõtete

leidmisega seotud *tasustamise ja karistamise struktuur*. Analüütikud, kelle tasu sõltub sellest, kas nad leiavad ettevõtte olevat odava või kalli, on selles suunas kallutatud.

Sisendid, mida hindamisel kasutate, peegeldavad optimistlikku või pessimistlikku kalduvust. Seega kasutate pigem meeldivate ettevõtete juures suurema tõenäosusega ka suuremaid kasvumäärasid ja näete vähem riske. Samuti on olemas *hindamisjärgne illustamine*, kus suurendate oma hinnangulist väärtust, andes punkte juurde heade asjade eest (sünergia, kontroll ja juhtkonna kvaliteet), või vähendate oma hinnangulist väärtust, võttes punkte maha halbade asjade eest (likviidsuse puudumine ja risk).

Olge alati aus oma eelarvamuste suhtes ja mõelge, miks valisite hindamiseks just selle ettevõtte? Kas teile meeldib või ei meeldi selle ettevõtte juhtkond? Kas te juba omate selle ettevõtte aktsiaid? Enne alustamist pange võimaluse korral need eelarvamused paberile kirja. Lisaks jääge oma taustauuringutes ettevõtte kohta pigem teabe- kui arvamusallikate juurde. Teisisõnu, kulutage rohkem aega ettevõtte finantsaruannete vaatamisele kui ettevõtte kohta käivate aktsiaanalüüside lugemisele. Kui vaatate kellegi teise hinnangut ettevõtte kohta, kaaluge alati hinnangu põhjuseid ja võimalikke eelarvamusi, mis võivad selle analüütiku