

28. aprill 2010



AS Premia Foods aktsiate esmane avalik pakkumine



- ✓ Tugev turupositsioon, tugevad brändid
- ✓ Tugev juhtkond / omanikud
- ✓ Tegevus Skandinaavias
- ✓ Tehtud investeeringud



- ✓ Nõrk kasumlikkus
- ✓ Jaekettide risk

Sissejuhatus	2	Venemaa turg - Hladokombinat No 1 ...	7
AS Premia Foods	2	Turupositsioon ja konkurentsieelised ..	7
Emissiooni tingimused ja andmed	2	Finantsnäitajad ja prognoos.....	8
Raha kasutamine	4	Valuatsioon	10
Aktsiate jaotuvus peale pakkumist	4	Plussid ja miinused	12
Toiduainetööstus investorile	5	Kokkuvõte	14
Majandustegevus	6		

Tark Investor OÜ

Tel: +372 712 00 91

<http://www.tarkinvestor.ee>

info@tarkinvestor.ee

Sissejuhatus

Taas on aeg seal maal, et Tallinna börsile on lisandumas uus ettevõtte. Viimati toimus esmane avalik pakkumine (IPO) ligikaudu kolm aasta tagasi (Arco Vara). Uus tegija börsinimekirjas on oodatud seda enam, et vahepeal on kaubeldavate aktsiate valik hõrenenud. Seega on Premia Foods'i IPO toimumine kohaliku börsi jaoks kahtlemata positiivne sündmus. Nagu esmaemissioonide puhul ikka, on ka seekord investoritel põhilisteks valikuteks - kas üldse soetada positsioon ettevõttes ning kui jah, siis, kas teha seda märkimise läbi või osta aktsiad hiljem järelturult. Järgnevalt anname oma nägemuse Premia Foods'i võimake arengute osas ning püüame olla abiks valikute tegemisel.

AS Premia Foods

AS Premia Foods on toiduainetööstuses tegutsev kontsern, mille eellaste tegevusajalugu ulatub mitme kümnendi taha. Varem eraldi tegutsenud ettevõtted liideti ühtseks grupiks ning koondati 2008. aasta detsembris loodud valdusühingu alla. Külmutatud toiduainete tootja ja turustaja tegevus jaguneb üldisemalt kolmeks valdkonnaks - jäätis, kalatooted ning muud sügavkülmutatud tooted. Ettevõtte tegevuspiirkonnaks on Balti riigid, Skandinaavia ning Venemaa.

Ettevõtte jätkuv kasv ja areng on tänaseks viinud juhtkonna veendumusele, et vajaliku lisakapitali kaasamise ning arenguplaanide jätkamise parimaks viisiks on aktsiate noteerimine börsil. Avaliku ettevõtte staatus peaks tõstma ettevõtte mainet ning aitab parandada lojaalsust tarbijate hulgas. Kuna seekord on märkimisperiood lühike ja analüüsi tegemiseks aeg piiratud, siis me väga detailselt ettevõtte põhitegevust ei tutvusta ning vaatame detailsemalt ettevõtte majandusnäitajaid investori seisukohast. Põhjalikuma ülevaate ettevõtte kohta saab IPO prospektist.

Emissiooni tingimused ja andmed

Pakkumisperioodiks on 22. aprill kuni 29. aprill. Pakkumise käigus pakutakse investoritele 14 500 000 uut aktsiat. Pakkumine ei sisalda olemasolevate aktsionäride seniseid aktsiaid. Pakutavate aktsiate arv võib muutuda.

Enne pakkumist koosnes ettevõtte aktsiakapital 24 182 860 aktsiast. Eeldusel, et pakutavate aktsiate arvuks kujuneb 14 500 000, on peale pakkumise lõppemist aktsiate arv 38 682 860.

Ettevõttel puuduvad käesoleval hetkel konverteeritavad väärtpaberid ning muud instrumendid või lepped, mis võivad täiendavalt suurendada aktsiakapitali.

Aktsiate pakkumisvahemik on 12,8 – 16,20 krooni. Vastavalt sellele kujuneb pakkumise mahuks 185,6 – 234,9 miljonit krooni. Kuni pakkumisperioodi lõpuni võidakse hinnavaheemikku muuta. Seda juhul kui nõudluse selgitamise käigus saadava info alusel ilmneb vastav vajadus. Võimaliku hinnavaheemiku muutmise korral lähtutakse kehtivatest õigusaktidest ning teavitamisnõuetest. Pakkumise lõplik hind on ühesugune institutsionaalsete investoritele kui jaeinvestoritele. Kuid jaeinvestorite pakkumises osaleval investoril on õigus taotleda aktsiate märkimist ainult hinnavaheemiku ülempiiril, s.t hinnatasemel 16,20 krooni ühe pakutava aktsia kohta.

Seega määravad pakkumise hinna institutsionaalsed investorid. Samas ei pea me seda väga suureks probleemiks, sest institutsionaalsed investorid on tõenäoliselt pakkumistega hinnavaheemiku kesktaseme juures ning selle juurde ennustaksime ka IPO hinna kujunemist. Erisused kehtivad tingituna juhtkonna ja töötajate eelisõigustest aktsiate jaotamisel (Äriühingu ja selle tütarettevõtte töötajatele, kes osalevad jaeinvestorite pakkumises, jaotatakse aktsiaid väärtuses kuni 1000 eurot ühe isiku kohta. Eelisõigust jaotamisel teostatakse 10%-se allahindlusega pakkumise hinnalt).

Müügikeeld - olemasolevad aktsionärid on korraldajaga kokku leppinud, et ilma viimase kirjaliku nõusolekuta ei ole lubatav teha aktsiatega ega mõne muu ettevõtte aktsiaga seotud konverteeritava väärtpaberiga võõrandamistehinguid ajavahemikul pakkumisperioodi viimasest päevast kuni 360 päeva peale avaliku kauplemise algust Tallinna Börsil. See IPO *lockup* on positiivne, aasta on üsna mõistlik periood uue investori jaoks.

Raha kasutamine

Pakkumise mahuks on 185,6 – 234,9 miljonit krooni. Arvestades pakkumishinnaks pakkumisvahemiku keskmise väärtuse (14,5 krooni) kujuneb kõigi pakkumisega seotud kulude mahaarvamise järgselt pakkumisest saadavaks tuluks ligikaudu 201 miljonit krooni. Seega on ettevõtte arvestuslik pakkumisega seonduv kulu ligikaudu 9 miljonit krooni.

Tabel 1. Emissioonitulu kasutamine

Emissioonitulu kasutamine	milj EEK	milj EUR
Emissioonitulu kokku	234,6	15,0
OOO Hladokombinat No 1 ostutehingu lõpuleviimine	86,0	5,5
Vahefinantseerimise tagasimaksmine	56,3	3,6
Lühiajaliste laenude tagasimaksed	34,4	2,2
IPOga seotud kulud	7,8	0,5
Vähemusosanike väljaostmine	3,1	0,2
Reserv edasiseks laienemiseks	46,9	3,0

Allikas: Premia Foods AS

Aktsiate jaotuvus peale pakkumist

Äriühingu suuromanikeks on investeerimisfondid Amber Trust II S.C.A (enne pakkumist 53,8% osalus) ning Amber Trust S.C.A. (enne pakkumist 22,3% osalus). Üle 5% osalus enne pakkumist on veel Investeerimisfondil DCF Fund II Baltic States (7,9% osalus enne pakkumist) ning ettevõtte juhi Kuldar Leisile kuuluv OÜ-l Rododendron (5,4% osalus enne pakkumist). Juhul kui pakutavate aktsiate arv ei muutu võrreldes esialgelt planeeritud mahuga (14,5 miljonit aktsiat), moodustavad pakutavad aktsiad ligikaudu 37,5% aktsiakapitalist. Peale pakkumist kujuneb Amber Trust II S.C.A., Amber Trust S.C.A. ja DCF Fund II Baltic States osaluseks kokku ligikaudu 52,5% ettevõtte aktsiatest.

Seega on enamusosalust omavad *private-equity* fondid suuraktsionärid, kellel on kindlasti ettevõtte tegevuse üle oluline kontroll. Seetõttu on väikeinvestori jaoks väga oluline, millised on suuraktsionäride plaanid. Loomulikult neid plaane täpselt ei avaldata (eriti seda osa, millal on plaanis väljuda). Tavalisest strateegilisest suuraktsionärist erinevad *private-equity* fondid selle poolest, et kindlasti on fondidel kalendris kindel kuupäev, millal väljumist kaalutakse. Kuigi tegemist on väga spekulatiivse lähenemisega, võib majandusaruandeid vaadates tekkida mulje, et 2011 või 2012 numbrid üritatakse sedavõrd ilusaks saada, et võimaldada kellelegi suuremal väljuda. Kas fondid selliseid plaane reaalselt kaaluvad, seda loomulikult ei tea.

Oluline on, et juhul kui suuraktsionär kaalub väljumist, siis laieneks see pakkumine automaatselt ka kõigile teistele aktsionäridele. Teades *private-equity* fondide tegevuste suunda, võib öelda, et kui mingi hind neile väljumiseks piisavalt hea tundub, siis see sageli ka hea hind on. Seega oleks see mõttesuund potentsiaalne toetav tegur pikaajalisele Premia investorile.

Pakkumise hind ja pakutavate aktsiate jaotumine avalikustatakse 03. mail. kauplemine algab 05. mail.

Toiduainetööstus investorile

Toiduainetööstus üldiselt on majandustsüklite suhtes vähem tundlik. Põhjuseks teadagi asjaolu, et tegemist on toodetega, mis vajalikud esmatarbevajaduste rahuldamiseks. Ettevõtted sektoris on seetõttu vähem avatud tsüklilistele riskidele ja pakuvad investorile kaitset ka halbadel aegadel. Samas on toiduainetööstuses majanduse taastumisfaasis kasvuvõimalused mõõdukamad. Seega võib mõne investori jaoks sektor tunduda liiga igavana. Premia puhul tuleb siiski arvestada sellega, et juhtkond üsna riskialdis ning ettevõtte bilanss sama sektori keskmisest ettevõttest agressiivsem.

2008. aasta alguses tõime välja oma positiivse vaate globaalse toiduainetööstuse suhtes ning oleme lähiaastate suhtes jätkuvalt samal arvamusel. Kui oodata maailma aktsiaturgudele lähiaastatel sirgjoonelist tõusu, oleks kasulikum valida agressiivsemaid sektoreid. Meie aga peame tõenäoliseks, et maailma finantsturgudel tuleb lähema aasta jooksul tagasilööke ning seetõttu usume, et toiduainetööstus pakub 1-2 aasta jooksul turu keskmisest paremat tootlust.

Sektor sobib neile, kes soovivad mitmekesistada portfelli ning otsida kaitset uute võimalike kriiside korral. Kuigi hetkel võib tunduda turu vapustuste vastu kindlustamine väheaktuaalsena, eksisteerib tänasel pulliturul siiski arvestatav risk olulisteks tagasilöökideks mitmete globaalsete murefaktorite tõttu. Samas on ka vähetsüklilistes sektorites võimalik leida ettevõtteid, kes olles aktiivses arengufaasis kasvavad konkurentidest kiiremini. Üheks selliseks ettevõtteks on meie arvates Premia Foods.

Majandustegevus

Ettevõtte strateegiliseks eesmärgiks on saada juhtivaks ettevõtteks sügavkülmutatud ja jahutatud toiduainete töötlemises ja müügis Balti riikides, Skandinaavias ning Loode-Venemaal. Selle saavutamiseks kasutatakse agressiivset kasvustrateegiat läbi aktiivse laienemise olemasolevatel ning uutel turgudel. Strateegia edu ning plaanide õnnestumine võiks kindlasti pakkuda lähiaastatel investoritele rahuolu. Mõistagi kaasnevad laienemisstrateegiaga ka täiendavad riskid, mida investeringut tehes kindlasti arvestama peab.

Hoolimata, et tõenäoliselt seostub Premia Foods enamikele tarbijaile eelkõige kui jäätisetootja, moodustab jäätis vaid ligi neljandiku müügituludest. Esikohal on olnud hoopis kalatooted – viimasel kolmel aastal on kalatooted andnud vastavalt 46%, 38% ning 43% müügituludest. Ligikaudu neljandik müügist on kuulunud külmutatud toodetele. IPO järgselt plaanitava OOO Hladokombinat No 1 ostutehingu lõpuleviimise järgselt on plaanis suurendada jäätise tootmise osakaalu ning kokkuvõttes peaks kõik kolm tegevussuunda moodustama ligikaudu võrdse osakaalu müügituludest.

Tabel 2. Tegevusvaldkonnad

Tegevusvaldkond (milj EEK)	2007	osakaal	2008	osakaal	2009	osakaal
Kala ja kalatooted	456,2	45,8%	454,2	37,5%	458,2	42,6%
Sügavkülmutatud tooted	296,5	29,8%	469,9	38,8%	350,8	32,6%
Jäätis	235,4	23,6%	277,7	22,9%	251,8	23,4%
Muu	7,3	0,7%	8,4	0,7%	14,2	1,3%
Kokku	995,4	100,0%	1 210,2	100,0%	1 075,0	100,0%
Turg (milj EEK)	2007	osakaal	2008	osakaal	2009	osakaal
Eesti 1	369,5	37,1%	397,0	32,8%	356,1	33,1%
Läti 2	62,5	6,3%	280,5	23,2%	184,4	17,2%
Leedu	135,0	13,6%	137,5	11,4%	136,4	12,7%
Soome	402,5	40,4%	384,6	31,8%	389,6	36,2%
Muu	25,9	2,6%	10,6	0,9%	8,5	0,8%
Kokku	995,4	100,0%	1 210,2	100,0%	1 075,0	100,0%

1 Gourmethouse OÜ konsolideeritud alates juulist 2007; 2 AS "Premia FFL" konsolideeritud alates novembrist 2007

Allikas: Premia Foods AS

Geograafiliste piirkondade arvestuses oli 2009. aastal müügituludes esikohal Soome (36,2% müügituludest), millele järgnes Eesti 33,1%-ga, Läti 17,2%-ga ning Leedu 12,7%-ga. Alates käesoleva aasta maist, mil OOO Hladokombinat No 1 tegevus konsolideeritakse Premia Foods'i aruandesse, lisandub nimekirja Venemaa suunaline alajaotus. Eeldatavalt kujuneb esimesel aastal Venemaa osakaaluks kogu müügituludes ligi 12%.

Venemaa turg - Hladokombinat No 1

Üheks suurimaks küsimärgiks ning samas ka potentsiaalseks võimaluseks on Premia Foods'i jaoks Venemaa turg. Veebruaris 2008 omandati ZAO-le Hladokombinat No 1 kuulunud kaubamärgid. Hiljuti omandas OOO Hladokombinat No 1 kogu ZAO Hladokombinat No 1 jäätisetootmisega seotud tegevuse ja varad. Saavutamaks täieliku kontrolli sealse jäätisetootmise üle viib Premia Foods IPO vahendite eest lõpule ZAO-le Hladokombinat No 1 omandamise. Tegemist on vanima jäätisetehasega Sankt-Peterburgis, seega on sealse tarbijaskonna jaoks tegemist vana ja tuttava "tegijaga".

Peale tehingu lõpuleviimist omatakse sealses ettevõttes tootmiseseadmeid ja muud tootmiseks vajalikku. Tootmishooned jäävad hoonete praegusele omanikule. Grupi juhtkonna sõnul on sealsete tootmiseseadmete seisukord ja maht piisav ning lähiaastatel täiendavat olulist investeerimisvajadust ei teki. Oluline on siin märkida, et ZAO Hladokombinat No 1 bilansis oli ka väga mahukas kinnisvaraprojekt Sankt-Peterburgis, mis omakorda oli eelmise omaniku peamine huviobjekt (jäätisetootmine oli sekundaarne). Seega on Premial tootmise omandamise järgselt oma kompetentsi abil võimalus tõsta ka efektiivsust ehk suurema osa käibest tõsta kasumi reale. Brändide omandamise järel (aastal 2008) on suudetud juba müüki parandada (turuosa on kasvanud 3%) ning nüüd saab hakata tegelema ka kulude juhtimisega

Sankt-Peterburgi potentsiaal seisneb ühest küljest täiendava turu hõivamise võimalustes, teisalt sealse efektiivsuse kasvatamise võimalustes. Nii on näiteks täna sealses jäätisetehases töötajaid ligi 300, samal ajal kui Eestis tehakse sama mahuga töö umbes 100 töötaja poolt. Hetkel omatakse Sankt-Peterburgis suuruselt teist 20%-list turuosa. Kindlasti aga võimaldab ettevõtte omandamine paremaid võimalusi efektiivsemaks turundustööks ning see loob head eeldused turuosa edasiseks kasvatamiseks.

Turupositsioon ja konkurentsieelised

Premia Foods omab kõikides tootekategooriates tugevat positsiooni nii koduturul kui mujal. See on ka strateegiliseks eesmärgiks - tegutseda igas tootekategoorias, kas turuliidrina või vähemalt teise-kolmanda nimena. Seeläbi omatakse arvestatavat positsiooni jaekettide tarnijate konkurentsis ning see võimaldab säilitada korralikku müügikatet. Seega turul neljas või veelgi tagapoolne turuosa oleks efektiivsuse mõttes halb positsioon, mida Premia üritab vältida. Juhtkonna sõnul ei ole Baltikumis olemasolevates kategooriate piires plaanis oluliselt turuosa

suurendada, kuna olemasolev positsioon peaks tagama optimaalseima tegevustulemuse ja efektiivsuse.

Kohalik turg on nii jäätise ning ka muude toiduainete puhul sarnane õlleturuga, kus domineerivad kodumaised tootjad ning suurtel välismaistel tegijatel on raske tarbijani jõuda. Tarbijad on küllaltki lojaalsed kohalikele tuntud brändidele ning see annab turuliidritele sisenemisbarjääri muude tootjate ees.

Premia Foods'i olulisimatest konkurentsieelistest võib tuua välja veel järgmised:

Tugevad brändid – Grupp on jätkuvalt investeerinud tootearendusse ning brändidesse. See on võimaldanud saavutada tänase turupositsiooni.

Juhtkond – varasem kogemus ning saavutatud tulemused on kindlasti ettevõtte eeliseks nii koduturul kui ka mujal.

Vertikaalne integreeritus ja logistika – Ettevõtte tegutseb nii külmtoodete valmistaja kui turustajana. Seetõttu tegeletakse näiteks kalatoodete segmentis grupi siseselt kalakasvatusest tootmise ja turustamiseni. Suutlikkus tagada sügavkülmatoodete logistika läbi terve Baltikumi annab võimaluse soodsaks koostööks sügavkülmatoodete tootjatega.

Kaasaegsed tootmisseadmed - viimastel aastatel on tehtud mahukaid investeeringuid tootmise kaasajastamise ja tootmisvõimsuste laiendamisse. See tagab ühelt poolt head võimalused pakkuda kõrgekvaliteedilisi tooteid ning teisalt mõjub vähenev kapitaliinvesteeringute vajadus lähiaastatel positiivselt rahavoogudele.

Finantsnäitajad ja prognoos

Premia Foods AS valdusettevõtte loodi 2008. aasta detsembris ning seetõttu on varasemate aastate aruanded koostatud pro forma põhimõttel. 2009. aastal langesid müügitulud 11,2% aastatagusega võrreldes. Käesoleva aasta müügitulude kasvuks ootame 14,8%. Senise tegevuse piires ehk n-ö orgaaniliseks kasvuks käesoleval aastal ootame tagasihoidlikud 3%, kuid peamiseks kasvuteguriks on omandatav Hladokombinat No 1. Venemaa piirkond jääb kasvu põhiliseks mootoriks ka 2011. aastal, mil ootame müügitulude kasvuks 13,2%.

Ettevõtte turupositsiooni ja hinnakujundaja tugevus avaldub brutomarginaalides, mis vaatamata kõikumistele muudes näitajates on püsinud suhteliselt stabiilsed. Ootame brutomarginaalide püsivust ligikaudu samal tasemel.

Tabel 3. Põhilised näitajad (eek milj)

Põhilised tegevusnäitajad (eek milj)	2007	2008	2009	2010E	2011E
Müügitulu	995,4	1 210,2	1 075,0	1 234,5	1 397,9
Müügitulu kasv YoY		21,6%	-11,2%	14,8%	13,2%
Brutokasum	256,2	294,0	278,2	308,6	356,5
Brutokasumi marginaal	25,7%	24,3%	25,9%	25,0%	25,5%
EBIT	72,7	10,2	39,4	63,9	78,3
EBIT marginaal	7,3%	0,8%	3,7%	5,2%	5,6%
Puhaskasum	43,9	-24,1	10,8	21,9	41,3
Puhaskasumimarginaal	4,4%	-2,0%	1,0%	1,8%	3,0%
EPS				0,57	1,07
EBITDA	117,6	75,2	97,1	109,9	115,3
EBITDA kasv YoY		-36,0%	29,0%	13,2%	4,9%
EBITDA marginaal	11,8%	6,2%	9,0%	8,9%	8,2%

Allikas: Premia Foods AS; TI EfTEN

Puhaskasumi poolest on ettevõtte tulemused viimastel aastatel olnud suhteliselt kesised. Siin on üheks oluliseks teguriks olnud kõrge intressiga vahefinantseerimislaenu suuromanikelt. Plaanitav laenu tagasimaksmine IPO vahenditega vähendab seetõttu oluliselt finantskulusid. Lisaks eelnevale on puhaskasumit oluliselt kärpinud suhteliselt kõrge põhivarade amortisatsioonikulu. Üheks põhjuseks siin on asjaolu, et investeeringuteks kalatootmisesse on kasutatud sihtfinantseerimist (EL toetused).

Sisuliselt on tegu kohustusega toetuse andja ees, mille vähendus toimub läbi toetuse eest soetatud vara amortiseerimise. Sihtfinantseerimise teel soetatud varade amortisatsiooniperioodiks on üldjuhul 5-10 aastat ning sellest omakorda tavapärasest suurem kulum. Juhtkonna sõnul on amortisatsioonikulu järgnevatel aastatel vähenemas.

Viimastel aastatel on tehtud palju investeeringuid tootmiseseadmete uuendamisesse. Seetõttu on lähiaastatel oodata märkimisväärset kapitalikulutuste vähenemist. Seega parandab rahavooge lisaks vähenevale amortisatsioonikulule ka vähenev investeerimisvajadus ning kasumlikkuse suurendamiseks on ühekordsete mõjude (amortisatsioon ja erakorralised kulud) vähenemisel lähiaastatel päris arvestatavad võimalused.

Valuatsioon

Premia Foods AS tegutseb keskmisest madalama riskiga sektoris (toiduainetööstuse globaalne beeta 0,7). Ettevõtte enda tegevusest tulenevalt on olemas mitmeid täiendavaid riske ning samas ka võimalusi, mis võivad majandustulemusi järgnevatel aastatel oluliselt mõjutada. Usume, et seetõttu on ettevõtte sobivaks investeringuks neile, kel riskitaluvus keskmisest mõnevõrra suurem. Kuna puhaskasumi teenimist on mõjutanud mitmed eripärad ning eksisteerib asjaolu, et võrdlusgrupi ettevõtete kapitalistruktuur on vägagi erinev, jätame valuatsiooni arvestamisel kõrvale P/E hinnakordaja ning lähtume ettevõtte õiglase väärtuse hindamisel EV (*enterprise value*) alusel tuletatud suhtarvudest. Käesoleva aasta oodatava EBITDA baasil leitud EV/EBITDA kordajate alusel kujuneb võrdlusgrupi mediaanväärtuseks 6,9. Samasse suurusjärku jääb ka Premia Foods'i vastav kordaja märkimise hinnavaheemiku keskel ehk 14,5 krooni juures.

Tabel 4. Võrdlusgrupp

Võrdlusgrupp												
	Riik	Mkt Cap (mln €)	EV/Sales (ttm)	P/sales (ttm)	EV/EBITDA (ttm)	EV/EBITDA 2010	P/E (ttm)	P/E (2010)	P/Book (mrq)	EBITDA margin (ttm)	Gross margin (ttm)	
Lannen Tehtaat Oyj	FI	114,5	1,21	0,43	9,3	7,1	19,9	18,0	0,83	3,7		
Atria Oyj	FI	373,0	0,60	0,28	8,6	7,6	52,8	15,3	0,86	6,5	12,5	
Marine Harvest ASA	NO	2493,5	1,70	1,35	11,2	6,5	15,1	10,8	1,72	13,5	40,1	
Leroy Seafood Group ASA	NO	991,4	1,20	1,06	8,2	6,5	10,8	9,3	1,84	16,3	32,5	
Grieg Seafood ASA	NO	251,6	1,58	1,22	9,5	6,9	7,7	8,5	1,44	24,1	54,0	
JAGO SA	PL	102,3	2,61	0,37	2,4	2,7	51,1	36,5	0,85	n/a	35,4	
Tipiak SA	FR	46,1	1,20	0,37	28,4	19,5	13,8	10,5	1,47	9,4	42,8	
Pescanova SA	ES	438,3	1,33	0,31	4,7	4,8	9,8	9,9	1,12	10,2	34,6	
FROSTA AG	DE	124,5	0,50	0,31	6,3	6,8	10,7	10,3	1,36	7,8	35,8	
Overhill Farms, Inc.	US	130,3	0,54	0,46	5,8	5,7	11,1	11,2	2,82	9,3	12,3	
Bridgford Foods	US	164,8	0,88	1,01	11,2	11,8	18,2	17,2	3,71	8,2	42,8	
YoCream International, Inc	US	94,7	1,42	1,39	7,2	7,6	12,4	12,5	3,91	22,9	46,1	
Nestle SA	CH	128,9	4,26	1,84	11,0	11,6	20,6	15,2	3,78	15,8	56,8	
Mediaan		130,3	1,21	0,46	8,6	6,9	13,8	11,2	1,47	9,8	37,9	
Premia Foods 12,8	EE	31,7	0,5	0,46	7,8	6,1	45,8	22,6	0,78	9,0	25,9	
Premia Foods 14,5	EE	35,9	0,6	0,52	7,4	6,7	51,9	25,6	0,88	9,0	25,9	
Premia Foods 16,2	EE	40,1	0,6	0,58	6,9	7,3	58,0	28,6	0,99	9,0	25,9	

Allikas: Thomson Reuters; TI EFTEN

Usume, et kasumlikkuse suurendamiseks ühekordsete mõjude (amortisatsioon ja erakorralised kulud) vähenemisel on lähiaastatel võimalused päris arvestatavad. Samuti mängib olulist osa tulemuste saavutamisel laienemisplaanide edu või ebaedu. Seetõttu lähtume Premia Foods'i õiglase väärtuse leidmiselt kolmest eri stsenaariumist: optimistlikust, põhi- ja negatiivsest stsenaariumist. Põhistsenaariumi kohaselt kujuneb 2011. aasta EBITDA-ks 115,3 miljonit krooni, pessimistliku stsenaariumi realiseerumise korral 101,1 miljonit krooni ning optimistliku stsenaariumi korral 126,4 miljonit krooni.

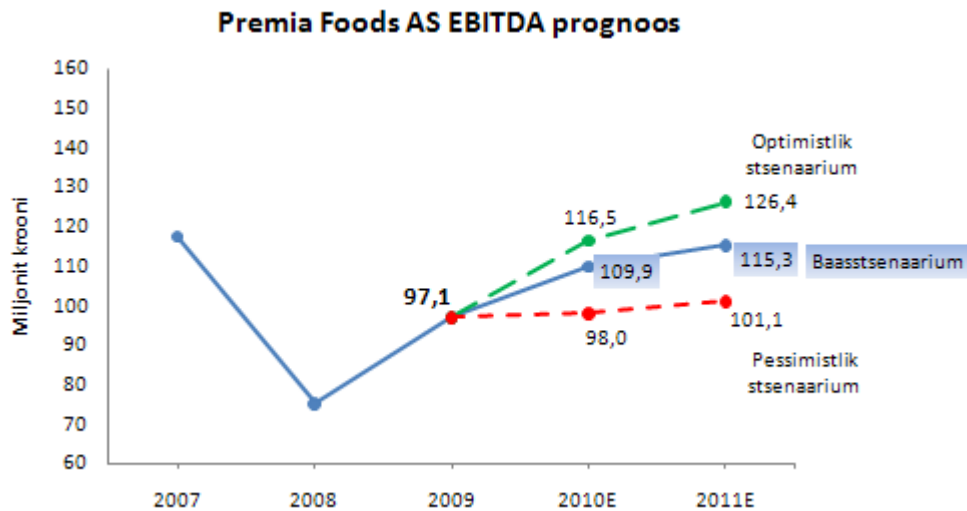
Korrigeeritud turuväärtuse ja müügitulu suhte (EV/sales) puhul on ilmne, et ettevõtte vastav kordaja on märkimisväärselt madalam võrdlusgrupi mediaanväärtusest (0,6 vs 1,21). Kuna *price-to-sales* näitaja on nii võrdlusgrupil kui ka Premia Foods'i puhul sarnane, on ilmne et EV/Sales kõrgem tase tuleneb võrdlusgrupi kõrgemast võlatasemest. Seega on nimetatud näitaja poolest Premia Foods atraktiivsem nii märkimishinna alumises kui ka ülemises vahemikus.

Kuigi Premia Foods'i riske arvesse võttes võiks olla õigustatud võrdlusgrupi EV/EBITDA kordajaga võrreldes diskonto rakendamine, arvestame ka asjaolu, et EV/Sales suhtarvu põhjal on Premia Foods võrdlusgrupiga võrreldes oluliselt madalama valuatsiooniga. Seega peame õigustatuks kasutada EV/EBITDA kordajana väärtust 7,0. Seeläbi saame 2011. aasta EBITDA prognooside alusel aktsia õigustatud väärtuseks põhistsenaariumi kohaselt 16,3 krooni. Pessimistliku stsenaariumi kohaselt (EBITDA 101,1 miljon krooni, EV/EBITDA 6,3) kujuneks aktsia õigustatud väärtuseks 11,8 krooni ning optimistliku stsenaariumi kohaselt (EBITDA 126,4 miljonit krooni, EV/EBITDA 7,5) 19,8 krooni.

Optimistliku stsenaariumi rakendumise eelduseks ja võtmeteguriks on Venemaa turg ning sealne tegevusefektiivsus (marginaalid). Samuti on eelduseks muudel turgudel jätkuvalt kasumlik ja edukas tegutsemine ning makrokeskkonna oodatust kiirem paranemine. Pessimistliku stsenaariumi realiseerumise põhiliseks katalüsaatoriks on Venemaa suunalise tegevuse madal efektiivsus ning sealsete kasvuvõimlauste mitterealiseerumine, lisaks muude turgude makrokeskkonna oodatud paranemise mitteilmnemine.

Tänaste eelduste kohaselt hindame optimistliku stsenaariumi realiseerumise võimalusi kõrgemaks kui negatiivse stsenaariumi omi. Seega näeme põhistsenaariumi juurest ruumi pigem ülespoole. Arvestades kõiki riske on aga põhistsenaariumi kohaselt aktsia õigustatud väärtuseks 2011. aasta rahavoogude alusel 16,3 krooni.

Joonis 1. EBITDA prognoos



Plussid ja miinused

Iga IPO puhul peaks investor enda jaoks kaardistama plussid ja miinused ning vastavalt sellele, kumb grupp on ülekaalus, IPOs osalemise otsuse vastu võtma. Allpool olemegi välja toonud tegurid, mida me ise oluliseks peame ning millega investor arvestama peaks.

Plussid

- Tugev turupositsioon, tugevad brändid - Premia on oma brändidega suutnud saavutada korraliku turupositsiooni (sihiks on olla turu kolme suurima hulgas) ning see on selge väärtus ka võimaliku ülevõtmise suunal.
- Tugev juhtkond /omanikud - nii juhtkond kui ka suuromanikest fondid omavad sektoris tugevat ekspertiisi ning vaadates Baltikumi regioonis ettevõtte tegevust, julgeme selle selgelt plusside alla liigitada.
- Tegevus Skandinaavias - Skandinaavia kultuur on sedavõrd erinev (põhjuseks siin ehk suhtumine Baltikumi pärismaalastesse), mistõttu on enamik Eesti ettevõtjaid, kes on proovinud Skandinaaviasse laieneda, ebaõnnestunud. Premia on siin erinev näide, nii kalakasvatus Rootsisis kui ka müük Soomes on päris hästi käima saanud ning võib öelda, et juba sisse töötatud.

- Tehtud investeeringud - ettevõtte ei ole vajadust lähiaastatel olulisteks kapitali investeeringuteks (*capex* ehk *capital expenditures*), saab tegeleda olemasoleva tootmise efektiivsemaks muutmisega.

Miinused/Riskid

- Nõrk kasumlikkus - ettevõtte müüb hetkel suuresti potentsiaali - lootust, et suudetakse edaspidi käive suuremalt kasumiks pöörata kui seni. Meie hinnangul on see teostatav, kuid täna puhtalt numbrite pealt vaadates ei ole kasumlikkust saavutatud. Seega aastad 2011 ja 2012 on ettevõttele selles osas lakmustestiks - siis peaks kasum juba näha olema.
- Jaekettide risk - suured jaeketid on olulised koostööpartnerid, kuid aeg-ajalt on müüjatel kettidega ka konflikte (vt. Rimi ja Eesti liha). Jaeketid üritavad oma sisendhindu alla saada ning see saab toimuda vaid tootja/edasimüüja marginaalide arvelt. Arvestades lisaks, et oma *private-label* müük on jaekettide puhul kasvav trend, on see potentsiaalne risk ka Premia jaoks. Oluline on siin siiski see, et suurema turupositsiooniga ettevõtteid on jaekettidel raskem survestada ning Premia suurus on neile eeliseks.

Pluss või miinus?

- Maailma majanduse tervis - Premia on majanduskeskkonnast küll vähem sõltuv kui keskmine ettevõtte, kuid mõjutatav sellegipoolest. Seega sõltub Premia käekäik lähiaastatel mõnevõrra sellest, kuhu liiguvad globaalsete aktsiaturgude trendid. Mõju on siiski ilmselt väiksem kui Tallinna Börsil noteeritud ettevõttele keskmiselt. Täna hinnatasemetelt näeme 12 kuu lõikes, et riskid globaalsetel turgudel on suuremad kui potentsiaal edasiseks hinnakasvuks.
- Eesti majanduse käekäik - Eesti majandus sõltub 2010/2011 väga palju globaalsetest trendidest ning seega tuleb esimese punkti mõju vaadata ka Eesti keskkonna hindamisel. Meie hinnangul on Eesti majanduse tervis lähiaastatel globaalsest keskmisest parem, kuid globaalse majanduse riskid mõjutavad ka Eestit.
- Venemaa laienemine - Venemaa võib nii plussi kui ka miinuse alla liigitada. See sõltub sellest, kuidas Venemaa üksusel lähiaastatel äritegevus õnnestub. Kui mõni pelgab Venemaad, siis jäätisetootmist võiks lugeda üsna heaks sektoriks (vähem poliitilist huvi), lisaks on Venemaal võimalikud marginaalid kõrgemal. Kui lisada siia juurde Amberi kogemused Venemaa suunal, siis liigitaksime Premia puhul Venemaa tegevuse plusside alla.

- Fondid suuromanikuna - ühest küljest on sellised *private-equity* fondid halvaks vastaspooleks - nad tunnevad ettevõtet ja sektorit piisavalt hästi, seega kui nemad on müümas, siis tuleks endalt küsida väga põhjalikult "Miks mina peaks olema ostmas?". Antud juhul on plussiks see, et fondid IPOsse ei müü ning seega on nende suur motivatsioon vara väärtust tõsta. See tähendab, et väikeinvestorid on suuresti suuromanikega samal pool lauda.

Kokkuvõte

Meile tundub IPO märkimisvahemiku keskelt (14,50 krooni aktsia kohta) pikaajalise investori jaoks üsna mõistliku pakkumisena. Meie hinnasiht (16,30 krooni) on pakkumisvahemiku keskpunktist 12,4% kõrgemal, kuid kui IPO-hind tuleks sellest madalam, oleks potentsiaalne liikumine ülespoole suurem. See ei ole küll väga suur kasvuootus aktsiahinnale, kuid arvame, et järgneva 12 kuu jooksul Premia aktsia tootlus on turu keskmisest parem. Kes on globaalse keskkonna suhtes vähem murelik, see saab endale ka kõrgema hinnasihi seada.

Kristjan Lepik
Kalle Kose

Disclaimer

Käesolev analüüs on koostatud Tark Investor OÜ analüütikute poolt. Analüüs põhineb avalikel infoallikatel ja Premia Foods'iga koostumisel saadud informatsioonil. Analüüs ja analüüsis toodud prognoosid on koostatud analüütikute parima teadmise järgi, kuid sisendite muutusel tulevikus võivad arvamused muutuda. Analüüsis toodud informatsioon ei ole käsitletav soovitusena väärtpaberitesse investeerimiseks ehk investeerimissoovitusena. Analüüs on informatiivse iseloomuga. Tark Investor OÜ teeb koostööd EftEN Capital AS-iga, Premia Foods on üks paljudes rentnikest EftEN Capital AS-i poolt hallatavates hoonetes.