

**TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
TALLINNA KOLLEDŽ**

Majandusarvestus

Maret Niitla

**VALDUSFIRMADE FINANTSANALÜÜSI ERIPÄRA ETTEVÕTTE
BERKSHIRE HATHAWAY INCORPORATION NÄITEL**

Lõputöö

Juhendaja: lektor Ester Vahtre, *EMBA*

Tallinn 2016

SISUKORD

SISSEJUHATUS	3
1. BERKSHIRE HATHAWAY VALDUSFIRMANA, ÄRIKESKKOND JA KONKURENTS ..	6
1.1. <i>Berkshire Hathaway</i> ja tema konkurendid	6
1.2. Arvestuspõhimõtted kindlustuses	9
1.3. Valdusfirmad, nende eelised ja kaotused	10
2. HORISONTAAL- JA VERTIKAALANALÜÜS	17
2.1. Ettevõtete horisontaalanalüüs	17
2.2. <i>Berkshire Hathaway</i> horisontaalanalüüs	19
2.3. Ettevõtete vertikaalanalüüs	25
2.4. <i>Berkshire Hathaway</i> vertikaalanalüüs	29
3. SUHTARVUANALÜÜS	32
3.1. Ettevõtete suhtarvuanalüüs	32
3.2. Kindlustusvaldkonna suhtarvud	34
3.3. Rentaablusnäitajad	39
3.4. Toimimissuhtarvud	43
3.5. Aktsiate väärtusnäitajad	48
3.6. Järeldused ja ettepanekud	51
KOKKUVÕTE	54
LÜHENDID	57
VIIDATUD KIRJANDUS	58
LISAD	61
Lisa 1. <i>Berkshire Hathaway</i> konsolideeritud majandusaastate aruanded	61
Lisa 2. <i>Berkshire Hathaway</i> horisontaal- ja vertikaalanalüüs	66
Lisa 3. <i>The Allstate Corporationi</i> majandusaastate aruanded	80
Lisa 4. <i>Leucadia National Corporationi</i> majandusaastate aruanded	85
SUMMARY	90

SISSEJUHATUS

Investor-ettevõtja Warren Buffetti suurettevõtte *Berkshire Hathaway Incorporation* (edaspidi BRK) on emiteerinud üle 1,2 miljardi aktsia, esindatud *Standard & Poor*'si (S&P) 500 börsiindeksis, neile on usaldanud oma sissetulekud nii miljonid investorid, sh Äripäeva Toomas, kui ka kindlustusvõtjad, ent ettevõtte ei ole maksnud dividende 1967. aastast alates ning suurkorporatsiooni üle kvantitatiivselt otsustada on mõnevõrra keeruline, arvestades mitmekesisistatud äri 89 tüdarettevõttega. Teisalt on ka niivõrd hea klassiga väärtusinvesteeringut vaja analüüsida enne aktsiaostu tegemist ning vaatamata suhtarvude komplitseeritud rakendamisele, olla oma otsuste tegemisel parem enam-vähem õigel teel kui täiesti valel teel, nagu Warren Buffett seda Keynesi tsiteerides ise on öelnud.

Lõputöö eesmärk on tuvastada valdusfirmade finantsanalüüsi võimalused ja probleemid, pakkudes seejuures viimastele lahendusi läbiviidavale uuringule ja teoreetilistele seisukohtadele tuginedes. Eelneva sihi täitmiseks on töö koostaja ühtlasi püstitanud järgmised uurimisülesanded:

- anda ülevaade BRK-ist ning tema konkurentidest, kindlustusvaldkonna eripärast läbi raamatupidamisliku vaatevinkli ning valdusfirmade loomise positiivsetest ja negatiivsetest aspektidest;
- käsitleda finantsanalüüsi omapoolsete näidete ja kommentaaridega valdusfirmade kontekstis;
- läbi viia laialdane finantsanalüüs, töötamaks välja järeldusi ning ettepanekuid investeerimis- ja finantsanalüüsihuvilistele.

Finantsanalüüsi vaatevinkel ei jää mõjutamata ka meedias esile kerkinud BRK-i maksu-manipulatsioonist ning n-ö buffettiseerunud ettevõtluse halvast mõjust Ameerika Ühendriikide majanduskasvule (ehk omakorda kogu maailma majanduskasvule) [1]. Mõtlemisainet pakub aktsionäridele juurde ka n-ö troonipärijate suutlikkus, kuivõrd BRK-i president Buffett ja asepresident Charlie Munger, kes seisavad hea eelkõige investeerimisotsuste eest, lähiaastatel igapäevajuhtimisest vanuse tõttu eemale jäävad [2].

Eesti kontekstis aga kerkis kesksuvel esile Kristen Michali plaan viia riigi transpordiettevõtteid ühise valdusettevõtte alla, mis omakorda tõstataks küsimuse efektiivsuse ja mastaabisäästu võimalikkuse kohta niivõrd erinevate tegevusvaldkondade suhtes, kus ka finantsanalüüsi rakendamine

on mõneti erinev. Kuivõrd lõputöö kirjutamise viimases pooles vallandus Eestis valitsuskriis ning umbusaldati Taavi Rõivast, siis enne uue koalitsioonilepingu allakirjutamist ning uute ministrite määramist on raske ennustada, kas Michali plaan siiski viiakse läbi või mitte.

Eelnevalt on BRK-i Eestis käsitlenud Euroakadeemia lõpetaja Andrei Vassiljev oma 2004. aasta bakalaureusetöös „Investeerimisfirma strateegiate analüüs väärtpaberiturgudel (firma *Berkshire Hathaway* näitel)”, ent põhjalikumalt finantsanalüüsi ettevõtte kohta töö koostajal allikatest leida õnne polnud, kui välja arvata finantsalastel veebilehtedel välja toodud vähesed võtmenäitajad. Tihedamalt on aga kirjutatud Warren Buffetti investeerimisstrateegiatest nii TTÜ-s, TTÜ Tallinna Kolledžis kui ka TÜ-s ja valdusfirmade temaatikat on käsitlenud mitmed välismaa autorid, ent mitte finantsanalüüsi perspektiivist. Ilmselt on aga *Wall Streeti* ja S&P analüütikutel läbiviidud uuringuid, ent avalikustatud neid täies mahus ei ole, mis omakorda annab autorile võimaluse analüüsida ettevõtet parimal võimalikul moel, kartmata eelnevate autorite kordamist või huvi puudumist lugejate poolt.

Töö on jaotatud kolmeks suuremaks peatükiks. Esimene osa keskendub eelkõige esimesele uurimisülesandele ja on ennekõike ülevaatlilik nii BRK enda tegevuse ja olemuse ning tema konkurentide suhtes kui ka annab lugejale arusaama kindlustusettevõtja raamatupidamise iseärasustest, mis BRK-i kindlustusalal tegutsevate tüarettevõtete puhul rakenduvad. Peatüki lõpetab aga valdusfirmade eeliste ja puuduste käsitus.

Teine peatükk põimib teise ja kolmanda uurimisülesande, kuivõrd horisontaal- ja vertikaalanalüüsi teooria kõrvutatakse koheselt praktiliselt läbiviidud analüüsi tulemustega, mil moel lugeja saab võrrelda teoreetikuid ja praktikat lehekülgi pikemalt tagasi-edasi vahetamata ning fookus säilib valdusfirmade spetsiifikal ja „rusikareeglitele“ vastavusel. Teisalt esitatakse võrdluse mõttes ka BRK-i kahe suurima konkurenti analüüsile tulemused samuti ning leitakse BRK-i kõige parema marginaaliga segment.

Viimases osas esitatakse suhtarvuanalüüs, kus kasutatakse nii kindlustusvaldkonnale omaseid kui ka üldkasutatavaid suhtarve, jällegi teooria ja praktika vaheldumise põhimõttel, kasutades palju illustratiivseid jooniseid ja autoripoolseid näiteid ning kommentaare. Selles peatükis rakendab autor lisaks aktsiate väärtusnäitajate analüüsile ka Warren Buffetti enda investeerimismeetodeid BRK-i aktsiale õiglase hinna määramiseks ning potentsiaalse ostusoovituse tegemiseks.

Lõputöö kirjutamisel on kasutatud oluliste abimaterjalidena nii BRK-i kui ka selle konkurentide majandusaastate aastaaruandeid, Robert G. Hagstromi raamatut „Warren Buffetti edulugu“ ja

finantsanalüüsi ainetöona esitatud autori kirjatööd „Tallink, *Viking Line* ja *Finnlines* gruppide finantsanalüüs 2012–2014“. Kuivõrd aga teema on pigem laiemapõhjaline, siis on autor tuginenud ka mitmetele muudele Eesti kui ka välismaa akadeemilistele uurimistöödele ja artiklitele ning audiitorfirmas töötades kolleegidega suhtlusest ammutatud teadmiste.

1. BERKSHIRE HATHAWAY VALDUSFIRMANA, ÄRIKESKKOND JA KONKURENTS

1.1. *Berkshire Hathaway* ja tema konkurendid

BRK on mitmeid tütaretevõtteid omav valdusfirma, peamiselt siiski kindlustus- ja edasi-kindlustusärina tuntud suurkorporatsioon. Ettevõtte omanduses on USA-s suuruselt teine auto-kindlustuspakkuja *Government Employees Insurance Company* (GEICO) ning kaks maailma kõige suuremat edasikindlustusäri *General Re* ja *Berkshire Hathaway Reinsurance Group* [3–2015:33]. Lisaks tegutsetakse aga ka raudteetranspordis, kommunaalteenuste pakkujana ja energia tootmises, rahanduses ning jaekaubanduses, kus tooteportfell algab pulgakommidest ning lõpeb lennukitega [4:60], omades seejuures tuntumatest ettevõtetest aktsiaid, küll vähemusosalusena veel, ka *Coca-Colas*, *American Expressis*, *IBM-is* [3–2015:7] ja *Apple’is*. Kõik eelnimetatud ettevõtmised töid BRK-ile 2015. aastal puhaskasumit üle 24 miljardi dollari [*Ibid.*,:38], võrreldes seda 1993. aastal teenitud 688 miljoni dollariga [3–1995]. Viimase 50 aasta jooksul on firma bilansiline väärtus aktsia kohta omanud aastapõhist juurdekasvu 19,2%, mis S&P 500 indeksi 9,7% [3–2015:2] juures tähendab 9,5% paremust viie aastakümne vältel. Ettevõtte annab tööd 361 270 inimesele, neist vaid 25-le peakontoris, sh investor Warren Buffettile [*Ibid.*,:115].

Firma ajalugu ulatub aastasse 1889, mil asutati puuvilla tööstusvabrik *Berkshire Cotton Manufacturing*, mis 1955. aastal teise tööstusettevõttega ühinedes sai nimeks *Berkshire Hathaway* [4:56]. Kui Buffett 1965. aastal ettevõtte üle kontrolli omandas, oli tekstiilitööstusettevõtte aga juba raskustes, millest välismaiste konkurentide hinnaelise tõttu välja ei tulnudki, ning 1985. aastal lõpetati tegevus [*Ibid.*,:56–57]. Keeruline lõpp oli aga edu alguseks, kuivõrd kaks aastat hiljem soetas Buffett kaks kindlustusfirmat [*Ibid.*,:57] ning seejärel sooritas aastate jooksul mitmeid omandamistehinguid, muutes BRK-i selleks, kellena teda tänapäeval tuntakse. Ülesostude kriteeriumiteks on olnud ennekõike omandatava suurus (*earnings before tax* (EBT) min 75 mln \$), turuhind võrdluses sisemise väärtusega, järjepidev tegutsemine, hea omakapitali tootlikkus märkimisväärse intressikandva kohustiseta, äri lihtsus ja arusaadavus ning juhtkonna võimekus [3–2015:32].

Ettevõtte suure eduloo ning ka järgnevates peatükkides esitatud finantsanalüüsi tulemuste paremaks mõistmiseks on vaja eelnevalt käsitleda kindlustusettevõtete toimimist, kuivõrd nende tegelik väärtus kujuneb välja investeerimisvahendina [4:58]. Nimelt saab preemiatena kogutud, ent hüvitistena väljamaksmata raha investeerida väärtpaberitesse [*Ibid.*]; USA varakindlustusettevõtete investeeritud varast moodustasid 2014. aastal keskmiselt 61,5% võlakirjad ja 21,5% aktsiad, ent marginaalsemates osades kasutatakse ka tuletisinstrumente, eelisaktsiaid ja kinnisvara reservi pealt teenimiseks [5:33]. BRK-is on eelnimetatud preemiate reserv kasvanud 13 aastaga 41 miljardilt 88 miljardi dollarini [3–2015:5]. Lisaks tagavad poliisimaksud kindlustusettevõtjatele pideva ühtlase rahavoo [4:58], mis läbi on ka eelarvestusprotsessi tulude poolt planeerida mõnevõrra lihtsam tootmisettevõtetega võrreldes, ent võimalike hüvitiste näol on ebakindlus kulude osas samas hinnanguline ning tuleb analüüsida, kas toetuda ajaloolistele näitajatele või pigem iga poliisiomaniku riskile vastavalt.

Nii nagu Buffett on väärtusinvestor, on BRK ka väärtusinvesteering, arvestades et ettevõtte on 1967. aastast 100% reinvesteeringumääraga tõstnud A-aktsia hinna pea 240 000 [6] ning B-aktsia 160 dollari [7] juurde. Võrdluseks võib tuua ka 1965. aasta, mil ettevõtte bilansiline väärtus aktsia kohta oli 19 dollarit, ning 2015. aasta 155 501 dollarit [3–2015:3]. A-aktsiad on mõeldud eelkõige ettevõtetele investeerimiseks ning üks A-aktsia on vahetatav 1500 B-aktsiaks [*Ibid.*,:114]. B-aktsiad on eraisikutest investoritele suunatud ning näiteks Äripäeva Toomasel on oma portfellis 110 BRK B-aktsiat, mis moodustab pea 5,5% tema portfelist üldse [8]. Erinevad aktsiad on mitmekesisistanud ka aktsionäride ringi ning BRK-i üldkoosolek on kasvanud üle 40 000-liikmeliseks ja sel aastal esmakordselt kanti koosolek internetis reaalajas üle [3–2015:26], mis võimaldas kaasata investoreid vahemaadest olenemata. Üldkoosolek ei tähenda vaid formaalselt tulemustest rääkimist ja küsimusteringi, vaid ka tütarettevõtete poolt pakutavaid soodustusi kaubanduses ning kohapeal võistlusmänge, kino ja muud põnevat [*Ibid.*,:27].

Ettevõtte juhtimissüsteem on detsentraliseeritud ja kuivõrd tütarettevõtete eesotsas on kompetentsed, avameelsed ja ratsionaalsed tippjuhid tänu ülesostude kriteeriumitele, siis BRK-i peakontor 25-liikmelise töötajaskonnaga keskendub enamasti maksudeklaratsioonidele, raamatupidamisele, avalikele suhetele ja investeerimisotsustele [*Ibid.*,:30], st et on teadlikult välditud nii delegeerimise kui ka kulude kontrolli mõttes eraldi osakondade loomist ning seeläbi on peakontoris ka personali voolavus ja restruktureerimisvajadus võõrad mõisted [*Ibid.*]. Eelnev võimaldab ka Buffetti ja tema partneril Mungeril pensionile jääda n-ö suhteliselt valutul viisil ning seda kinnitas president ka 2015. aasta aruandes, kui sõnas, et järgmine juht ei saa olema üks Buffetti

perekonnaliikmetest, nagu selleks pakuti meedias tema poega, vaid hetkel BRK-is töötavad inimesed, kellede seast suuraktsionärid teevad oma valiku [*Ibid.*,:112]. Eeldatavasti jaguneb Buffetti ametikoht aga kaheks: üks juht hakkab vastutama äritegevuse eest ning teine või ka kaks teist kapitali paigutuste eest [*Ibid.*], mis siiski näitab Buffetti väärtust juhina BRK-ile.

The Allstate Corporation

The Allstate Corporation (ALL) näol on tegemist BRK-i kindlustussegmendi ühe suurima konkurendiga *State Farm Insurance*'i kõrval. ALL on USA börsi kõige suurem varakindlustuse pakkuja ning seda pea 16 miljoni majapidamisega nende kliendiportfellis [9]. Nii vara- kui ka elukindlustuse tooteportfell on keskendunud peamiselt USA ja Kanada klientidele [10], teenides konsolideeritud neto teenitud preemiaid (st edasikindlustuskulud mahaarvatud) ja investeerimistulu ligi 35,7 miljardit dollarit summaarselt [11–2015:177]. Ameerika varakindlustuspakkujate hulgas oli kombineeritud müügikanalite poolt teenitud kindlustuspreemiate järgi *Allstate* kolmandal kohal täpselt BRK-i ees [5:16]. Nii BRK-i kui ka *Allstate*'i eelisteks on olnud läbi ajaloo otse- sed müügikanalid, kuivõrd ei kaasata kalleid komisjonitasusid ja agente, mistõttu madalamad sõlmiskulud on lubanud klientide jaoks kindlustuse hinda alandada.

Samuti valdusfirmamana tegutsev kindlustusettevõtte on pika ajalooa, kuivõrd asutati aastal 1931, ehkki börsile mindi hiljem, 1993. aastal [9]. Ettevõtte pakkus 2015. aastal tööd 41 600 inimesele ning on analüüsitavaatel aastatel olnud järjepidev dividendimaksja ja seda 0,3 dollari ringis aktsia kohta [10]. Ehkki tegemist on valdusfirmaga, siis äritegevus ei ole niivõrd mitmekesistatud kui seda on BRK-l, sest erinevad tütrete tegelevad vastavalt erinevate kindlustustega või erinevates regioonides. Samas järgnevatel peatükkides on just seetõttu huvitav võrrelda BRK-i ja *Allstate*'i finantsanalüüsi tulemusi ning näha, kas BRK-i kindlustussegment erineb *Allstate*'i omast BRK-i suurvaldusfirma olemuse tõttu ning kui, siis mil määral ja mistõttu.

Leucadia National Corporation

Mitmekesise äritegevusega tütaretevõtteid omavat valdusfirmat *Leucadia National Corporation* (LUK) kutsutakse kui ka „Beebi-*Berkshire*“i“. Asutatud 1968. aastal [12], tegutsevad temagi tütaretevõtteid nii finantssegmentis – investeerimispanangandus, varahaldus, hüpoteeklaenu (ühisettevõtmises koos BRK-iga), valuutavahetus ja kinnisvara – kui ka muudel tegevusaladel nagu liha töötlemine, õli-, gaasi-, puidu- ja plastmassitööstus ning tehnoloogia [13–2015:f-9]. Ettevõtte on enda eesmärgiks seadnud võimalikult kõrge investeringutasuvuse ja aktsionäride vara suurendamise ning seetõttu tuleb investoritel alati arvestada osaluste ja investeringute muutlikkusega

[*Ibid.*], mis küll võivad pühendada eesmärgi, ent finantsanalüüsi seisukohalt tähendavad raskuseid nii ajaloolises võrdluses kui ka tuleviku prognoosimises ja ettepanekute tegemises.

2015. aastal andis ettevõtte kokku tööd 13 300 inimesele, teenimaks 10,9 miljardit dollarit tulu [*Ibid.*,: f-3], ning investorite jaoks on tegemist vaadeldaval perioodil stabiilse dividendimaksjaga, 0,25 dollarit aktsia kohta [14]. Ehkki LUK ei ole BRK-i konkurent ehk kõige otsesemas mõistes, siis eristab teda BRK-ist jätkuv kasvupotentsiaal, milleni BRK-il on keerulisem oma suuruse tõttu jõuda. Finantsanalüüsi perspektiivist on huvitav võrrelda kahte mõneti sarnast valdusfirmat, kus finants- ja pangandussektorit ilmestavad ka tööstuslikud ja muud ettevõtmised, seejuures lähedaste investeerimispõhimõtete ja eesmärkidega.

1.2. Arvestuspõhimõtted kindlustuses

Ehkki BRK konsolideeritud aruande koostajana järgib USA-s kehtivat standardit *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), siis kindlustusettevõtjatest tütarettevõtteid peavad järgima *Statutory Accounting Principles* (SAP) raamistikku oma maksevõime konservatiivsemaks hindamiseks. Järgnevates peatükkides finantsanalüüsi objektiivseks rakendamiseks on vajalik teada, millistele põhimõtetele kindlustuse raamatupidamine on seatud, sest analüüsi tulemuste tõlgendamist võivad need mõneti mõjutada.

SAP standardite üks suurimaid erinevusi seisneb kulude kajastamises, kuivõrd tekkepõhise ning tulude-kulude vastavuse printsiibi asemel fokuseerib SAP tähelepanu rahavoogude liikumisele [15:83]. Sel viisil kirjendatakse näiteks agentide komisjonitasud koheselt vastava perioodi kulusse, mitte ei kapitaliseerita GAAP-i järgi ja ei kajastata siis, kui tehtud kuludega seotud tulud on laekunud [*Ibid.*]. Sarnaselt ei ole omane GAAP-i lähenemine bilanssi viidud edasilükkunud tulumaksu varade ja kohustuste suhtes, mis on seotud väljateenimata preemiatega, sest SAP arvestab maksusid vaid reaalse raha liikumise järgi [*Ibid.*]. Sellest võib järeldada kindlustustütarettevõtete kasumi kvaliteedimäära suhtarvu paremat liikumist, kuna kasumiaruandesse on rohkem sisse toodud reaalset rahakäivet, mis omakorda pühendab SAP-i eesmärgi hinnata maksevõimet ja pankrotiohtu bilansipäeva seisuga.

Teine märkimisväärne SAP raamistiku eripära on seotud varadega [*Ibid.*,:84]. Nimelt kui tavaliselt kajastatakse mööbel ja seadmed põhivarade koosseisus ettevõtte raamatupidamise sise-eeskirjades määratud kapitaliseerimiskiirga järgi ja kantakse üle kuludesse iga-aastaselt lineaarselt, siis SAP põhimõtted seda teha ei luba. Seda eelkõige seetõttu, et kindlustusettevõtja likvideerimise korral

ei anna eelnimetatud varad piisavalt netorealiseerimisväärtust võlausaldajate ja klientide nõuete rahuldamiseks [*Ibid.*], ning kindlustusfirmade majandusaasta aruanded koostatakse seetõttu mitte jätkuvuse printsiibist lähtudes, vaid põhimõttel, justkui ettevõtte likvideeritaks bilansipäeva seisuga. Sel viisil kajastatakse ka näiteks preemiate reservi abil soetatud võlakirju jääkmaksumuses depretsiatsiooni arvestades, mitte nende õiglasest väärtusest [*Ibid.*].

Kohustuste kajastamise põhimõtte nõrkusele on oma majandusaasta aruandes viidanud ka Buffett, öeldes, et kogu nende kindlustuspreemiate reservi kajastamine kohustusena on vale, sest ehkki kindlustuspreemiate reservist makstakse hüvitisi, suureneb reserv järgmiste poliisimaksete pealt samaaegselt, tasakaalustades preemiate reservi [3–2015:10]. Lisaks on antud preemiate reserv intressivaba ja pikaajaline ning erinevus kohustistest, mille peab tasuma n-ö päeva pealt, on märkimisväärne [*Ibid.*,:11]. Eelnevat arvesse võttes on ka kindlustusettevõtjate omakapital teistsugune, kuivõrd aruandeaasta kasum kujuneb teistest põhimõtetest lähtudes. Seega tuleb just toimimis- ja rentaablussuhtarvude kaasamisel märgata varade, kasumi ja omakapitali olemust, kuna need peaksid olema konservatiivsemad kui n-ö tavalistes majandusharudes, ent samavõrra ka usaldusväärsemad.

1.3. Valdusfirmad, nende eelised ja kaotused

Ehkki äriseadustik defineerib kontserni mõiste, siis valdusettevõtte olemust see ei käsitle, ning seetõttu käsitletakse valdusfirmasid erinevates valdkondades isemoodi. Üldlevinud definitsiooni kohaselt on aga valdusettevõtte ainult n-ö investeringute valdaja, kes omab osalusi teistes ettevõtetes ning ise äritegevusega selle otsesemas käsitluses ei tegele. Kontsernist eristabki valdusfirmat just tõsiasi, et kui kontsern on ühe juhtkonna käes, kes ainuüksi otsustab äritegevuse suunad ja emavõtte tegeleb ka ise äritegevusega, siis valdusfirma ainult omab tütarvõtteid, kus igal ühel on oma juhtkond [16:76–77]. Seevastu pakutakse valdusfirmades tütarvõttejatele aga tihti juhtimisteenust ja kapitali või teenitakse konsolideeritud tulu mõistes väheolulist tulu lisaks valdkondadest, mis tütarvõttejate tegevusega ei ühti. BRK on näiteks valdusfirma, kes juhtimisteenust oma tütarvõttejatele ei paku, vaid tegeleb ainult mahukate kapitali paigutustega, samal ajal kui konkurent *Allstate* võtab tütarfirmadelt juhtimistasusid.

Valdusfirmad võib omakorda jaotada aga kaheks – efektiivsed investeerimisvõimalused ja/või riskijuhtimise vahendid [17]. Efektiivsed investeerimisvõimalused on need valdusfirmad, kes omavad kontrolli mitmete erinevate äritegevusega ettevõtete üle, st investori vaatepunktist võima-

lust ühe tehinguga (sh ühe tehingutasuga), ühe aktsionäride üldkoosolekuga aastas ning ühe konsolideeritud majandusaasta aruande lugemisega [*Ibid.*] investeerida samal ajal nii kinnisvarasse, tehnoloogiasse, tööstusesse, finantsvaldkonda ning paljudesse teistesegi tegevusharudesse. Investori jaoks on see mõneti riski hajutamine, ehkki riski hajutamine võib osutuda ka karuteeneks juhtudel, kui kinnisvaraturg ja finantssektor on raskustes, mistõttu kogu grupi tulemused on kehvemad (sh dividendid).

Kuivõrd valdusfirmad võivad olla efektiivsete investeerimisvahenditena riskijuhtijad investorite jaoks, siis eraldi valdusfirmad on need, kes on ettevõttesisesed riskijuhtijad. Need on valdusfirmad, kus esialgne suurettevõtte on n-ö tükeldatud tüdarettevõteteks. Nii on tekkinud eraldi tootmis-, kaubamärgi-, kinnisvara- jmt tüdarettevõtted, kes üksteise vahel rendi-, litsentsi- ja muid tasusid maksavad, ent keerulise paberimajanduse tasuks saavad aga puutumatus, kui ühel neist peaks raskused tekkima, kasvõi kohtujuhtumi tõttu [*Ibid.*]. Ühest küljest on see riskijuhtimine, ent teisest aspektist lähtudes lahendatakse ka teine probleem – juhtimise detsentraliseerimisvajadus – mis on paratamatult ettevõtetel teatud suuruseni jõudmisel vajalik, sest juhtimise liigne koondumine ei ole pikas perspektiivis jätkusuutlik ei juhtkonna liikmete ega ettevõtte kui terviku jaoks [16:77].

Teine pool riskijuhtimisest valdusfirmade tekke ajendina on teadmatus uue loodava ettevõtte tuleviku suhtes. Sihilikult luuakse senisest äritegevusest erineva tegevusvaldkonnaga tegelemiseks eraldi firma ja ühendatakse need valdusfirma alla, vältimaks võimalust, kus uue tegevusala ebaõnnestumine n-ö nullib teise, senini jätkusuutlikult tegutsenud segmendi tulemused [*Ibid.*]. Ehkki enamasti on see juhtkonna ja omanike enda tarkus, siis mõnedel juhtudel reguleerib seda seadus. Sel moel ei tohi näiteks kindlustusfirmad tegeleda mõne muu äritegevusega [18: § 4 lg 1], sest neil on kohustused avalikkuse ees, kuivõrd neile on tuhanded kindlustusvõtjad oma raha usaldanud.

Järgmine oluline valdusfirmade tekkepõhjus peitub kasvuvõimalustes, mille nimel valdusettevõtted peavad vähem vaeva nägema kui n-ö tavapärased ettevõtted [16:77]. Nimelt kui organisatsioon saab areneda ja laieneda kahel viisil, vastavalt sisemise või välise kasvu arvelt [*Ibid.*], siis sisemine kasv saab tulla vaid põhjendatud alustel müügitulude kasvu, klientide arvu suurenemise, uue turu või niši leidmise teel, ning sellelgi on omad piirid. Samal ajal välist kasvu võimaldab teiste, juba enda jätkusuutlikkust tõestanud ettevõtetega koostöö, nende 100% ülesostmine või ka väiksema osaluse omandamine. BRK juures ongi olnud oluline just investeerimis põhimõtte omandada osalusi neis ettevõtetes, kelle äritegevus on ennast juba n-ö tõestanud ja tegevuse jätkusuutlikkuses kahtlusi pole, sest just see tagab ühe osana valdusettevõttele endale arvestatava enam-vähem ühtlase rahavoo dividendide näol.

Üks teema, mis valdusettevõtete puhul on komplitseeritud, ent hea planeerimise korral ka valdusfirmade eeliseks, on maksustamine. Erinevates riikides on kasutusel erinevad maksuteooriad valdusfirmade ja nende tütarettevõtete maksustamiseks, ehkki Euroopa Liidus on teatud regulatsioonid ühised, siis täpsemad nõuded ja erisused on ka Euroopa Liidu liikmesriigiti erinevad. Eestis ei maksustata dividende tulumaksuga, mida valdusfirma vähemalt 10% osalusega ettevõtetest saab [19: § 50 lg 1¹ p 1], st tulumaks arvestatakse ainult siis, kui valdusfirma ise dividende maksab. Eelnev ei kehti aga siis, kui tütarettevõttel on õigus dividendid maksustatavast kasumist maha arvata (hübriidlaenu intressid) või kui tegemist on fiktiivse tehinguga vaid maksueelise saamiseks [20:27]. Sel moel välditakse topeltnmaksustamist ning ühtlasi kujuneb siit välja ka maksueelis, kuivõrd tütarettevõtete tulemused konsolideeritakse, sh kasumid ja kahjumid [16:78]. Eelnevat maksuteooriat nimetatakse majandusüksuse teooriaks ning see on kõige levinum printsiip Euroopa riikides [*Ibid.*], v.a see, et mujal Euroopas maksustatakse kasumit. Sarnane süsteem on ka USA-s, ent valdusfirma ei pea tütarettevõtetelt saadud dividendide eest tasuma tulumaksu vaid siis, kui tal on vähemalt 80% osalus [17], seega erinevus Eesti 10%-ga on märkimisväärne.

Samas Belgias, Kreekas ja Itaalias on kasutusel eraldatuse põhimõte, mis käsitleb iga tütar-ettevõtjat eraldi juriidilise isikuna ning maksustab ka vastava maksumääraga, arvestades valdusgruppi ennast mittemaksukohustuslasena. Siinkohal kerkib aga teravalt esile siirdehindade küsimus, kuivõrd tütar-ettevõtjate omavahelistes tehingutes ei pruugita alati kasutada turuhindasid, mistõttu arvestatakse turu- ja tegeliku hinna vahe kasumi jaotamisena ning maksustatakse tulumaksuga. Kesk-Euroopas rakendatakse veel ka eraldatuse ja majandusüksuse printsiipi üheskoos, mis võimaldab küll kasumite konsolideerimist ja topeltnmaksustamise vältimist, ent ei võimalda grupisiseste realiseerimata kasumite elimineerimist maksustamisbaasist. [16:78]

Veel nimetamata valdusfirma eeliseks on kindlasti ka mastaabisääst, kuivõrd on võimalik hoida kokku nii administratiivseid üldkulusid kui ka uurimis- ja arendustöödele kuluva rahavoo pealt [21:332–333], samuti on neil parem positsioon nii tarnijate kui ka pankadega läbirääkimistel. Ka riigi transpordiettevõtete ühtse valdusfirma alla koondamise positiivse mõjuna toodi välja 900 000 euro säästmine läbi tugiteenuste ja hangete liitmise ning optimaalse laenuraha kaasamise ning 16 miljoni säästmine läbi ettevõtteülese likviidsusjuhtimise [22]. Ehkki pangalaenu taotlede saavad tütar-ettevõtjad toetuda võimalusel valdusfirmale kui garantiandjale ning saada suurema tõenäosusega finantseeringut pangast, siis ebatavaline ei ole ka grupisisene laenamine, mistõttu finantsanalüüsil tuleb likviidsussuhtarvude juures märgata, et kui intressikandev laen on seotud osa-

poolt, siis see ei ole niivõrd kriitiline, kui seda on pangalaen või ükskõik, milliselt ettevõtteväliselt osapoolt saadud krediit.

Valdusfirmade negatiivsetest aspektidest võib välja tuua aga juhtimissüsteemi komplitseerituse ja lühiajalises perspektiivis otsustes kaasarääkimise keerukuse [21:333]. Eelnevat on autori arvates BRK-is teadlikult välditud, ent samal ajal on valdusfirma juhtkonnal raske olla kursis kõikide oma tütarettevõtete äritegevuse eripäradega ja seetõttu võivad tehtavad strateegilised otsused ning kapitalipaigutused tugineda valel alustel või siis viidud õigetele alustele märkimisväärse ressursikuluga. Teisalt kui juhtimissüsteem koondada vaid valdusfirma kätte, siis ettevõtte majanduslik mõjuvõim oleks niivõrd suur, et üldise majanduse ja konkurentsi arengu perspektiivist ei oleks see jätkusuutlik [23].

Teisest küljest on valdusfirmade puhul teravad probleemid ka börsil spekulatsioonid ja pettused [*Ibid.*]. Riski näitena on Eestis suurvaldusfirma NG Investeeringud OÜ, kes omab Tallinna Kaubamaja Grupp AS-is osalust 67% [24], kuid kelle töötajatel ja omanikel on võimalus isikliku tulu teenimiseks Kaubamaja aktsiahinna tõuse ja languseid Balti börsil mõjutada, kuivõrd neil on ligipääs siseinfole. Ehkki Eestis ei ole töö koostaja sellistest spekulatsioonidest kuulnud, siis üldise finantsanalüüsi seisukohast on spekulatsioonidel oluline mõju aktsiate väärtusnäitajatele, suhtarvudele, mille põhjal enamik investoreid oma investeerimisotsused langetab.

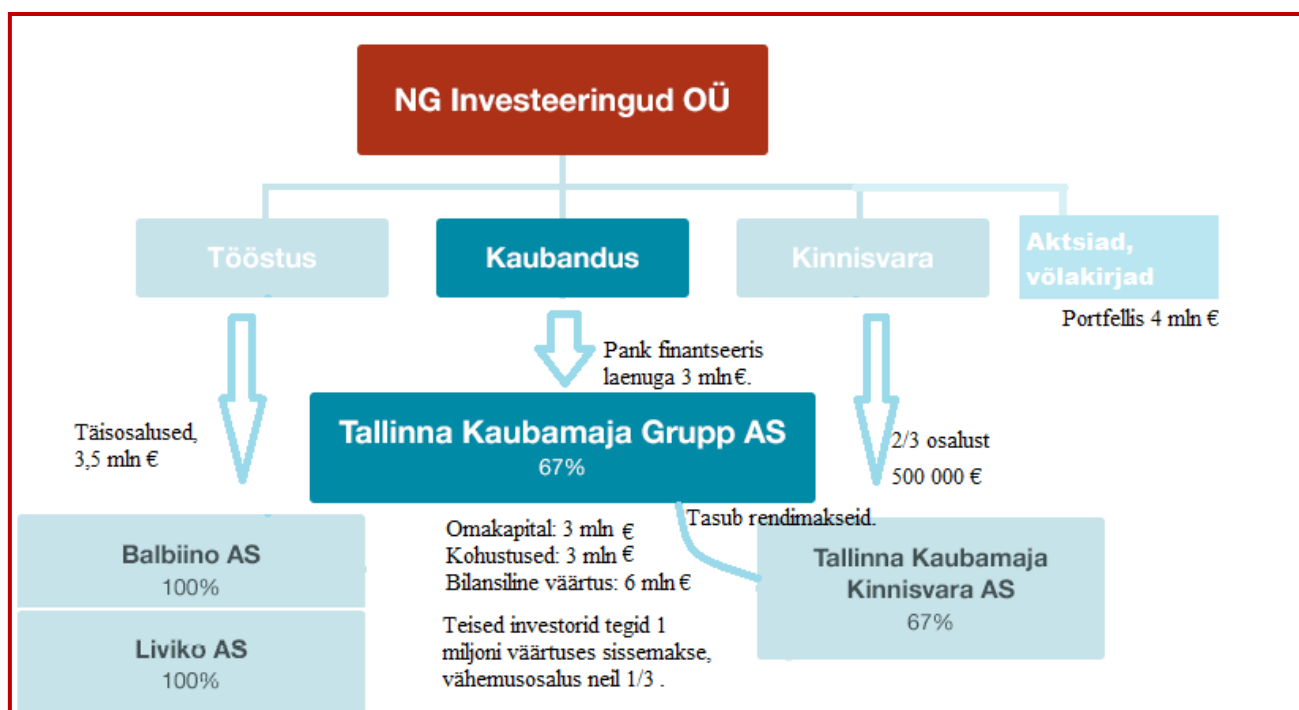
Järgnevalt toob autor valdusettevõtte toimimise paremaks mõistmiseks näitena NG Investeeringud OÜ, mida järgmistes peatükkides finantsanalüüsi kõrval käsitletakse ka kui probleemjuhtumit. Tegemist on Eesti ettevõttega ja mitte niivõrd komplitseeritud struktuuriga nagu BRK, seega lugejale illustreerimiseks on tegemist kergema ja kohalikuma näitena. Töö koostaja rõhutab, et antud näide ei vasta tegelikkusele, vaid rahalisi väärtuseid ja tegelikkust on lihtsustatud, eesmärgiga vaid valdusfirmade põhimõtet lugejale selgitada. Näidet luues tugines autor finantsteemadel kirjutava kirjaniku ja investori Joshua A. Kennoni mõttearendusele.

Kui Warren Buffetti esimene firma *Buffett Associates Ltd.*, mille esialgne kapital, 105 000 dollarit, koguti pereliikmetelt ja lähituttavatelt ning kasvatati edukate investeerimisstrateegiate ja kulude kokkuhoiduga kuue aastaga 7,2-miljonilise bilansilise väärtusega ettevõtteks [25:49–50], siis NG Investeeringud luuakse näitlikult samuti perefirmana, kuhu iga pereliige panustab 1 miljon eurot, omandades 10% osaluse.

Pärast valdusfirma loomist näeb ettevõtte bilanss välja järgnev:

- varad: 10 mln;
- kohustused: 0;
- omakapital: 10 mln.

Edasi kasutab ettevõtte 10 miljonit, kuid kontrollib märkimisväärselt suurema väärtusega ettevõtteid ning seda väiksema riskiga (vt joonis 1). Nimelt soovitakse luua kaubandusettevõtte, investeerides ise ainult 2 miljonit ning pakkudes juhtimisteenust, mille eest valdusfirmale ühtlane raha-voog kindlustada. Uue tütarfirma Tallinna Kaubamaja Grupp AS-i loomiseks kasutatakse finantsvõimendust 3-miljonilise pangalaenuga ning omanike ringi kaasatakse 1 miljonilise sissemaksega teisi investoreid, jäädes ise 2/3 ettevõttest kontrollima. Lepingus fikseeritakse aga, et tütarfirma kasutab teise vast loodud tütarfirma Tallinna Kaubamaja Kinnisvara AS-i renditeenuseid. Kokkuvõttes kasutas perekond ainult 20% oma varadest kontrollimaks 6-miljonilist kaubandusettevõtet. Lisaks 2/3 osalusele saab NG Investeeringud juhtimisteenus- ning läbi kinnisvaratütarfirma ka renditasusid.



Joonis 1. Valdusfirma kujunemine lihtsustatud viisil

Allikas: [17], [24]; autori koostatud

Järgnevalt hakkab valdusfirma analüüsima, kuhu paigutada ülejäänud raha. Alustuseks otsivad omanikud börsilt ettevõtteid, kelle aktsiaid kaubeldakse alla nende sisemise väärtuse ning seda ilma erilise, pikaajalises perspektiivis negatiivse põhjusega. Buffetti puhul oli sellisel juhul üheks

pangandusettevõtteks *American Express*, kelle aktsia hind langes pärast salatiõli skandaali poole võrra. Nimelt oli *American Express* andnud miljonites dollarites laenu ettevõttele, kes laenu taotluse oli teinud petuskeemi alusel ajal, mil laene oli võimalik saada laovarude alusel [4:53]. Laovarused näidati aga näiliselt suuremana, kuivõrd õli asemel veega täidetud mahutitesse vaid salatiõli kiht peale valati, kasutades loogikat, et õli kerkib vee pinnale [*Ibid.*]. Igal juhul jälgis Buffett *American Expressi* pärast skandaali klientide seisukohast, veetes aega restoranide kassade juures kaardimakseid jälgides. Kui selgus, et pangakaartide kasutamises polnud langust märgata, investeeris Buffett 13 miljonit dollarit *American Expressi* [*Ibid.*,:54]. Teatavasti tegutseb pank siia maani, seda turukapitalisatsiooniga üle 64 miljardi dollari [26].

NG Investeeringud paigutab seega edaspidi veel 40% oma rahast aktsiatesse ja võlakirjadesse ning 35% omakapitalist investeerib täisosalusena tööstusettevõtetesse. Teoreetiliselt on võimalik ka eraldi investeerimisfondi loomine, mis läbi veelgi suuremat kapitali hallata. Kokkuvõttes aga tegutsevad firmad iseseisvalt ning ühe ebaõnnestumine ei tähenda veel pankrotti ka teistele, v.a kui ei olda laenu garantiiandja. Juhul kui valdusfirmas tekivad näiteks peresisesed tülid, siis ehkki tütar-ettevõtteid võidakse hakata konkurentide või vähemusosaluste poolt üle ostma, jäävad eraldi äri-kontseptsioonid, personal ning kapital siiski alles, kuivõrd niivõrd põhimõttelist sõltuvust valdusfirmast ei ole, kui näiteks on kontserni puhul emaettevõtete puhul.

2. HORISONTAAL- JA VERTIKAALANALÜÜS

2.1. Ettevõtete horisontaalanalüüs

Horisontaalanalüüs on oma olemuselt trendianalüüs, mis jälgib majandusaasta aruannete kirjete ümberkujunemist aastast aastasse nii rahaliselt kui ka protsentuaalselt, võimaldades hinnata muutusi bilansis, kõige suuremaid kasumi mõjutajaid kasumiaruandes ning erinevate kassapõhiste maksete suurenemist või vähenemist rahakäibe aruandes, eriti äritegevuse rahavoogudes [27:7]. Horisontaalanalüüsi kasutavad peale finantsanalüütikute ja investorite ka audiitorid analüütilise protseduurina, kuivõrd suured protsentuaalsed muutused võivad viidata teatud riskile ning nõuavad seega täpsustamist ja täiendavat tõendusmaterjali. Horisontaalanalüüsil tuleb meeles pidada inflatsiooni ja vajadusel ka deflatsiooni mõjusid, erinevate äritegevuste ja ka standardite eripärasid, sh kas laenuintresse kapitaliseeritakse või mitte. Samuti mängib rolli üldine majanduskeskkond koos intressimääradega, kuna ettevõttel ei pruugi olla näiteks vähem intressikandvaid kohustusi, vaid intressikulud on madalamad tänu ujuvale intressimäärale.

Horisontaalanalüüsil tasub tähelepanu viia eelkõige kõige kiiremini kasvanud varade kateallikatele, teades et kui nendeks on intressikandvad kohustused, võib omakapitali rentaablus (ROE) langeda alla omakapitali hinna [28:125]. Arvestades et investorid hindavad müügitulu ennustatavust, siis peab jälgima ka müügituluga toimuvaid muutusi, vastavalt selgitamaks käibe volatiilsust või stabiilsust [29]. Lisaks saab müügitulude ja varade kasvutempot võrreldes jõuda järeldusele, kas ettevõtte varad on efektiivsemalt kasutatud või mitte [30:14]. Samuti on võimalik jälgida ettevõtte strateegia elluviimist, kuivõrd uutele toodetele ja innovatsioonile rõhuva ettevõtte kasumiaruandes peaks olema märgata ka suurenenud kulutusi uurimis- ja arendustöödele [29]. Ohumärgiks võib olla aga äritegevuse rahavoogude märkimisväärne vähenemine iga-aastaselt, kuivõrd näitab ainsana ettevõtte reaalse raha genereerimise võime langust.

Ehkki eelnevad tähelepanekud on igati objektiivsed või enamasti üheselt tõlgendatavad ühe ettevõtte puhul, siis jääb küsimus, kuivõrd rakendatav on horisontaalanalüüs aga valdusfirma konsolideeritud aruande puhul. Esiteks ei saagi protsentuaalselt suuri muutuseid alati väga tähelepanuväärseks või heaks/halvaks liigitada, kuna võib-olla on konsolideeritavaid juurde lisan-

dunud ning seetõttu ongi mahud suurenenud, st et analüüsi tulemuste tõlgendamisel tuleb olla kursis lisaks tavapärase äritegevuse operatsioonide ka aruandeaastatel soetatud või müüdnud osalustega ning jälgida firmaväärtuse kasvu. Teisipidi on investeerimisettevõtete puhul raskendatud ka tulu etteennustamine, seda nii seetõttu, et erinevad tütarfirmad seisavad erinevate võimaluste ja probleemide ees, kui ka seepärast, et häid investeeringuid otsitakse pidevalt juurde ning halvad müüakse või lõpetatakse ära. Kindlustusvaldkonnas on ehk preemiad kergemini prognoositavad, kuivõrd poliisilepingute maksed tagavad ühtlase rahavoo ning klient jääb üldiselt ühele kindlustusfirmale n-ö truuks mitmeteks aastateks, samas kui näiteks maavarade kaevandus- ja müügi-ettevõtete tulu sõltub paljuski uutest leiukohtadest ja konkurentidest ning üldisest majanduskeskkonnast ja ka ilmastikust. Kuivõrd paljud investeerimisotsused tehakse diskonteeritud rahavoogude mudeli põhjal (mis eeldab müügitulu ennustatavust), siis valdusettevõtete puhul diskonteeritakse riski vähendamiseks tänaseid rahavooge või arvestatakse tuleviku rahavooge diskonteerides suurema riskipreemiaga.

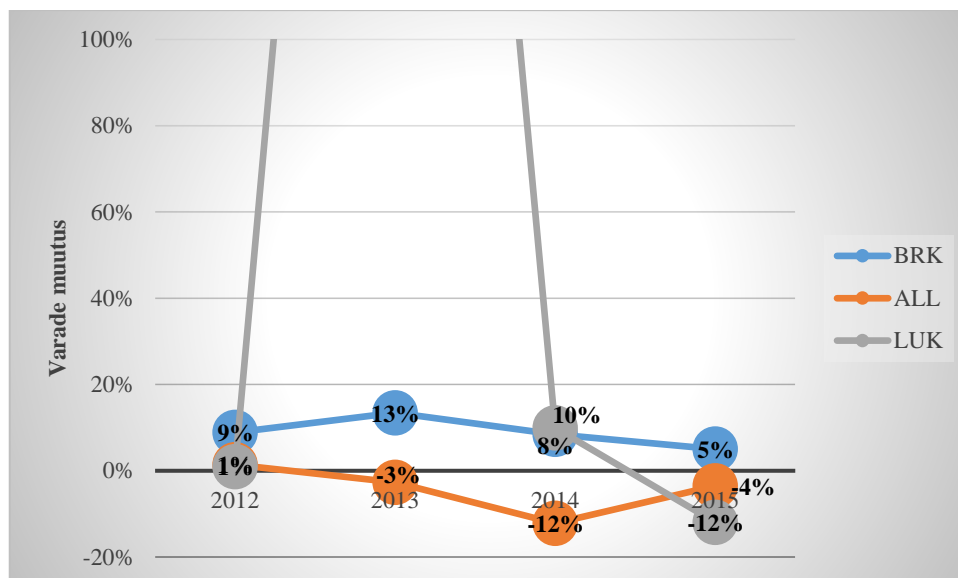
Järgmine probleem, millega valdusfirma finantsanalüütikud silmitsi seisavad, puudutab nii intressikandvate kohustuste kiiret kasvu ROE jälgimisel kui ka varade efektiivsuse hindamist. Varade kätteallikaid analüüsides tuleb meeles pidada, et tegemist on siiski konsolideeritud tulemiga, st et ühe ettevõtte aktiivne laenukasutus võib mõju avaldada terve grupi ROE-le, samal ajal võib ka teisipidi olukord olla, mil teiste tütarfirmade varade kätteallikatest kasvab kõige kiiremini ja jõudsalt omakapital, mistõttu laenukasvule tähelepanu ei pöörata, ent ühe tütar-ettevõttesiseselt võib laenukasutus aga olla märgatavalt ohtlik ja mõju avaldada ühe tütar-ettevõtte ROE-le. Eelnimetatud põhimõtted kehtivad ka müügitulude ja varade kasvutempot võrreldes, mil ühe tütarfirma head näitajad võivad varjutada teiste halvad ja vastupidi.

Valdusfirmade horisontaalanalüüsi kitsaskohti leevendab osaliselt segmendiaruandlus, mis võimaldab leida segmendispetsiifilisi (siiski mitte ettevõttespetsiifilisi) probleeme nagu langev turg ja analüüsida valdusfirma kontrolli all olevate äritegevuste tulemuslikkust valdkonniti/riigiti. Investor, kes aga tahab süvitsi valdusfirmat tundma õppida, käib aktsionäride üldkoosolekul ja võimalusel analüüsib probleemseid või ka uusi tütar-ettevõtteid eraldi, mitte konsolideerituna. Uute tütar-ettevõtete olulisemad ostueelsed bilansi- ja kasumiaruande kirjed on tihti välja toodud ka konsolideeritud valdusfirma aruandes, BRK puhul näiteks aastaaruande lisas nr 2.

2.2. *Berkshire Hathaway* horisontaalanalüüs

BRK-i puhul saab horisontaalanalüüsil vaadelda eraldi kolme äritegevusvaldkonda: kindlustus-, finants- ja tööstussektorit ühendatuna kaubaveoga. Alustades aga bilansi analüüsiga, vaatleb töökoostaja esiteks varade, kohustuste ja omakapitali muutuseid sektorite kokkuvõttes, millest nähtub, et olenemata aktiva poole iga-aastasest märkimisväärsest kasvust (5 aasta keskmine 9% aastas), pole kasvu finantseeritud niivõrd kohustustega (kohustuste kasv 7% keskmiselt), kui seda on tehtud omakapitaliga, mille viie aasta keskmine kasv on üle 11% aastas (vt Lisa 1 ja 2:66–68). Eelnev peegeldab eelkõige BRK-i 100% reinvesteeringumääraga dividendipoliitikat ning valdusfirma olemust, kuivõrd tavapärasele äriühingule on sellised kasvumäärad pigem võõrad. Kasv on tingitud ennekõike seitsme äriühingu ülesostmisest, mis omavad märkimisväärset mõju finantsaruannete jaoks; ehkki 5 aasta jooksul on olnud ka mitmeid väiksemaid ülesostmisi, ei ole need konsolideeritud finantskirjetele olulist mõju avaldanud.

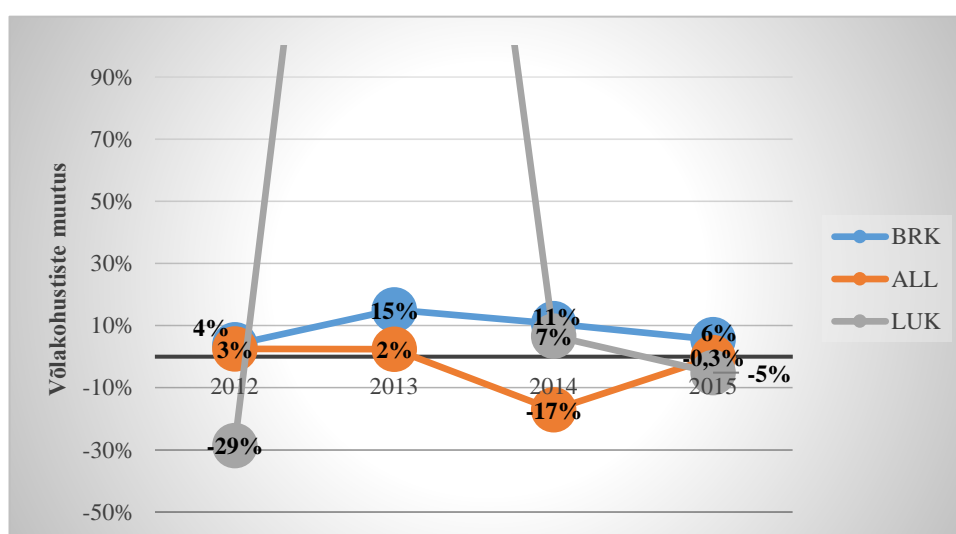
Aktiva poole kasvu ja languse illustreerimiseks on autor koostanud trendijoonete võrdluse BRK ja tema kahe konkurendi ALL ja LUK kohta (vt joonis 2 järgmisel lk-l, Lisa 3 ja 4), millel on võrreldud aastaseid muutuseid protsentuaalselt, olenemata varade bilansilisest väärtusest. 2012. aastaks oli kõige kiiremini oma varasid kasvatanud BRK, kuivõrd nii ALL kui ka LUK kasvatasid bilansi mahtu vaid 1% võrra. LUK-i puhul oli tegemist lihtsalt n-ö rahuliku aastaga valdusfirma jaoks, ent ALL-i puhul ei ole tegemist niivõrd mitmekesisstatud äritegevusega ja eesmärgipärasele investeerimisele suunatud ettevõttega, mistõttu valdusfirmale omaseid kasvutrende sealt alati ei leia. Seevastu 2013. aasta lõpuks näitasid vaadeldavate aastate parimat kasvu nii BRK 13%-ga kui ka LUK, kelle 412% muutus jäeti jooniselt välja joonise suuruse huvides. LUK-i suurima kasvu taga oli investeerimispankunduse grupi *Jefferies* täisosalususe omandamine ajal, mil BRK bilansimahu kasv oli tingitud põhiliselt materiaalsesse põhivarasse investeerimisest ja BRK-i olulisemate aktsiainvesteeringute turuväärtuse märgatavast tõusust. ALL-i jaoks oli 2013. aasta varade langeva trendijoonete alguseks, esialgu -3%-ga. 2014. aasta jooksul näitasid BRK ja LUK lähedast, ent 2013. aastaga võrreldes väiksemat kasvu, ning ALL oma perioodi suurimat bilansimahu vähendamist -12%-ga, kuivõrd ligi 15,6 mld dollari väärtuses müüdi varasid, eelkõige väärtpapereid, maha. 2015. aastal jätkas BRK suhteliselt stabiilset varade kasvu 5%-ga, samal ajal kui konkurentide bilansi maht vähenes.



Joonis 2. BRK ja tema konkurentide varade muutus aastatel 2012–2015

Allikas: [3–2012:28; 2014:48; 2015:36], [11–2012:89; 2014:94; 2015:179], [13:f-2]; autori arvutused

Varade trendijoontega korreleeruvad üldjoontes oodatult ka võlakohustised (vt joonis 3). BRK finantseerib oma varasid laenukohustistega suhteliselt mõõdukalt ja kui, siis pikaajaliselt fikseeritud intressimääraga. Buffett ei armasta finantsvõimendust ning BRK tunneb väikese laenukoormusega ennast kindlamalt nii kindlustuspoliisivõtjate kui ka aktsionäride ees, kuivõrd suurkorporatsioonil on tegelikult kasutada intressivabad finantseerimised edasilükkunud tulumaksu ja preemiate reservi näol [3–2015:108–109]. Küll aga kasutavad finantsvõimendust BRK tütarettevõtted, eriti raudteetranspordi ja energia tootmisega tegelevad, kuivõrd põhivarasse investeerimine on üks oluline äritegevuse osa. Tähtis on aga meeles pidada, et ükski neist laenukohustistest ei ole käendatud BRK poolt [*Ibid.*:13].



Joonis 3. BRK ja tema konkurentide võlakohustiste muutus aastatel 2012–2015

Allikas: [3–2012:28; 2014:48; 2015:37], [11–2012:89; 2014:94; 2015:179], [13:f-2]; autori arvutused

Enne segmenditi minemist tasub jälgida ka omakapitali kirjete muutuseid, kuivõrd segmendiaruandluses need eraldi ei kajastu. Peale jaotamata kasumi stabiilsele, keskmiselt 14,5% iga-aastasele kasvule, on BRK kahel aastal ostnud börsilt tagasi omaaktsiaid summaarselt pea 1,7 miljardi dollari eest. Taaskord tegutseb Buffett oma sõnade järgi, sest kui BRK on öelnud, et nende üheks eesmärgiks on aktsia väärtuse suurendamine, siis tresooraktsiate tagasiost turult seda teebki, sellepärast et kasum aktsia kohta arvestatakse ringlusse lastud aktsiate kohta, mitte emiteeritud aktsiate põhjal. Iseasi on see, et tegemist on väärtusaktsiaga, st investoril pole senini olnud võimalik kasumit aktsia kohta dividendide näol kätte saada, vaid aktsia enda müügiga, kuivõrd BRK A- ja B-aktsia hinnad üldiselt tõusevad aasta-aastalt märkimisväärselt (v.a 2015. aasta langus; vt hinna/tulu suhtarvu alapeatükis 3.5.).

Analüüsidest turusegmente eraldi, on näha kindlustustegevus-muud jaotuses esiti kolmel aastal firmaväärtuse kasvu, seda 5 aasta peale kokku keskmiselt 4% aastas, mistõttu on ka muude varade ja kohustuste kirjete kasv tingitud osaliselt eelkõige äriühingute lisandumise tõttu. Kui varade kasvutempo on kindlustustegevuses languses, siis vaatamata sellele ületab juurdekasv nii kohustuste kasvu kui ka võlakohustuste langust. Eelnevat aga kuni 2015. aastani, mil varade 4% kasvu juures tõusis laenukohustus 23% võrra, mis on veidi üllatav, kuna kindlustustegevuses ei ole üldiselt mahukaid kapitalipaigutusi vaja ning kasutada on teenimata preemiate reserv. Jällegi huvitava asjaoluna paistab silma 2014. aastal tarnijatele tasumata arvete vähenemine 25% võrra, mis lõpetas selle ajani olemas olnud langeva tempoga tõusu; küsimus on vaid selles, kas tugev 5 mld dollariline langus tuli maksevõime paranemisest, mis on väheusutav hea maksevõime juures, tarnijate poolt makseperioodi lühendamisest või kulude kokkuhoiust, mis nähtub kasumiaruande horisontaalanalüüsil kui kõige väiksema kulude juurdekasvuga aasta üldse vaadeldaval perioodil.

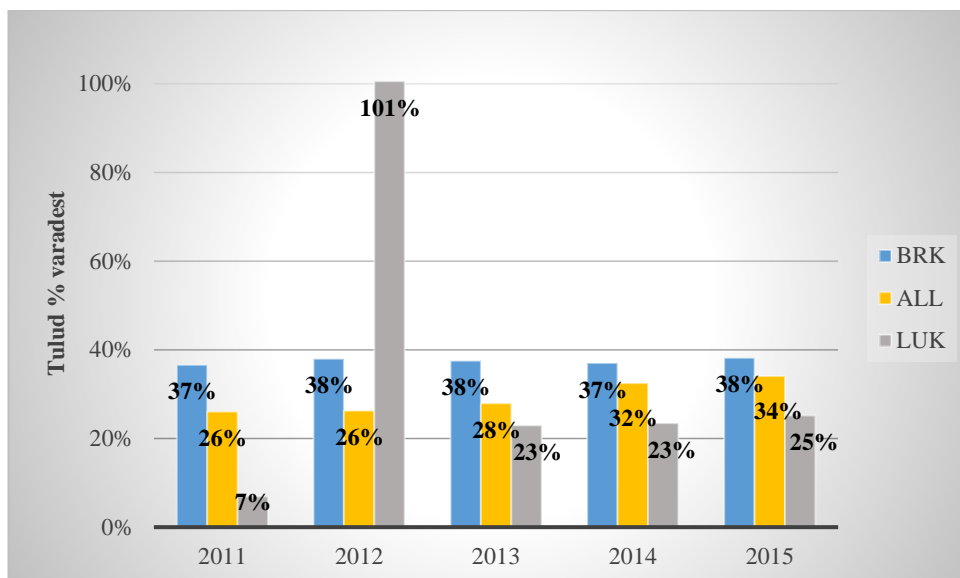
Raudteetranspordi- ja tööstussektoris kasvas varade maht kindlustustegevusega võrreldes 2013. ja 2014. aastal rohkem, kuivõrd just neil aastatel ületas materiaalse põhivara maksumus antud segmendis 100 mld dollari piiri. Ühtlasi oli neil kahel aastal ka kõige suurem firmaväärtuse kasv (vastavalt 12% ja 8%). Teisest küljest on tegemist ainukese turusegmenidiga BRK-is, kus varade kasv on väiksem võlakohustuste kasvust ning eriti teravalt on seda märgata just 2013. ja 2014. aastal, mil võlakohustised on kasvanud varadega võrreldes pea 10% rohkem. Antud segmendis on aga mahukad kapitalipaigutused vajalikud ning investeeritakse palju raudteede ja energia jaotuse infrastruktuuridesse (sh tuuleparkidesse), mis tähendab omakorda pikemat tasuvusaega.

Ehkki firmaväärtuse kasvutempo ja summa põhjal otsustades üks vähem laienevaid segmente vaadeldaval perioodil, finantsteenused, on tegemist BRK äri osaga, kus varad kasvavad muljet

avaldata tempoga ajal, mil kohustused aga vähenevad jõudsalt, kusjuures vaatamata tarnijatele tasumata arvete kirje ainsale kasvule (v.a 2012. aastal), on langenud nii võlakohustised kui ka märkimisväärselt, keskmiselt 21% aastas nelja aasta jooksul, tuletisinstrumentidest tulenevad kohustused, mis on selles mõttes oluline, et ettevõtted pole langenud nii palju derivatiivide n-ö lõksu, vaid on osanud neid targemalt sõlmida ja neid enda kasuks, mitte kahjuks kasutada.

Liikudes edasi kasumiaruande (vt Lisa 2:71–72) juurde, on võimalik võrrelda varade ja tulu kasvutemposid. Kui BRK varade maht kasvas kumulatiivselt pea 36%, siis tulud kasvasid 40% vaadeldaval perioodil, ent varade efektiivsemale kasutusele saab rõhuda vaid 2012. ja 2015. aastal, mil müügitulude kasvutempo oli kiirem. Eelnevat segmenti lõikes analüüsida, nähtub kindlustustegevuses sarnaselt, et varade kasutamise efektiivsus oli parem 2015. aastal ning 2012. aasta asemel 2013. aastal. Samas erinevust tõi raudteetranspordi- ja tööstussektor, kellel 2014. aastal oli tulude kasv üle 7% suurem aktiiva poole kasvust. Finantsteenuste puhul oli tulude tõusutempo kõrgem vaid 2012. aastal. Eelnev näitab, kuivõrd hästi erinevad sektorid teineteist tasakaalustavad ja igapähe oli erinevatel aastatel BRK-ile midagi n-ö head pakkuda, ent mitte üheski segmentis ei ole varad efektiivselt kasutatud, st müügitulu ei ole üle kahe korra suurem [30:14]. Kui mõelda, et varade efektiivsus on ehk oluline vaid tugeva põhivara orientatsiooniga raudteetranspordi- ja tööstussektoris, siis ka kindlustus- ja finantsteenuste valdkonnas on oluline, et teenimata preemiate reserv investeeritaks tulemuslikult, kokkuvõttes tulu kasvatavalt, seetõttu ei võrrelnud autor mitte ainult müügitulusid, vaid tulusid kokkuvõtvalt, kuna nendes segmentides moodustavad nad olulise osa müüгитеgevuse kõrval.

Võrdlemaks varade efektiivsust konkurentidega on järgmisel lk-l joonisel nr 4 toodud välja tulude osakaal bilansi mahust, ent üllataval kombel ei ole ka ALL-i ja LUK-i varade efektiivsus parem, v.a LUK 2012. aastal, mil too näitas oma parimat kasumit, mistõttu igal vaadeldaval aastal (v.a 2012) oli BRK kõige parem varadest tulu genereerija. Tulemused võivad olla osaliselt tingitud konsolideeritud aruandest, kindlustustegevuse rahareservide vajadusest ning kapitalimahuka materiaalse põhivara tasuvusaja pikkusest. Kui valdusfirmadelt stabiilsust otsida, siis seda just tulude osatähtsusest varade suhtes, kuivõrd enam-jaolt on see kõigi vaadeldavate firmade puhul 3 viimast aastat olnud peaaegu muutumatu, ALL-i jaoks isegi tasapisi suurenev.



Joonis 4. BRK ja tema konkurentide tulude osakaal varade mahust aastatel 2011–2015

Allikas: [3–2012:28–29; 2014:48–49; 2015:36, 38], [11–2012:87, 89; 2014:92, 94; 2015:177, 179], [13:f-2–f-3]; autori arvutused

Kindlustussegmendis ei ole teenitud preemiate kasv olnud stabiilne, kuivõrd kasv on tõusnud ja pidurdunud erinevatel aastatel. 2015. aastal oli kasv vaadeldavate aastate väikseim, vaid 0,1%, ning seda eelkõige edasikindlustusega tegelevate firmade tulude vähenemise tõttu. Müügitulud ja teenustasud on samas koos üpris head kasvu näidanud, kasvades varadest kiiremini (v.a 2014. aastal) ning nelja aastaga 41% kumulatiivselt. Vastavalt investeerimise olemusele on ka intressitulude, dividendide ja investeringute tulud/kulud ebastabiilsed, näiteks langedes 2012. aastaks 55% ja siis 2013. aastaks üle 300% tõustes. Oma osa langustes on ka tähtajaliste fikseeritud intressidega väärtpaberite realiseerumisel, mis maksid head intressitulu. Samas on kulud sarnase muustriga kõikumavad nagu tulud ning üldiselt väiksema kasvutempoga kui tulud või siis enam-vähem võrdväärsega. Kulude juures on volatiilsus eelkõige katastroofide ette-ennustamatuse tõttu, kuivõrd näiteks 2015. aastat mõjutasid varakahjud Hiinas ja 2013. aastat kaks märkimisväärset õnnetusjuhtumit Euroopas, samas kui 2014. aastal ühtki olulise mõjuga katastroofi BRK-i kindlustusettevõtjatele polnud [3–2015:76].

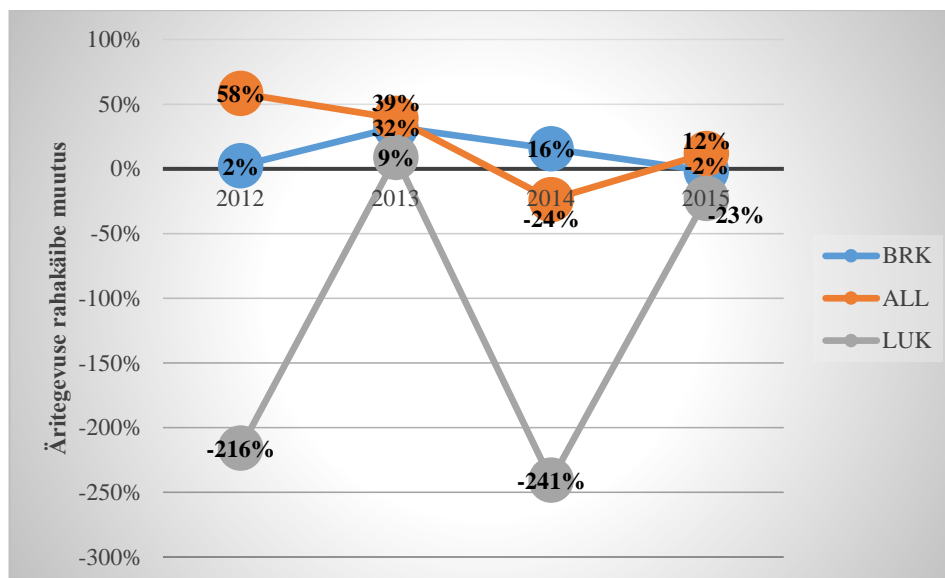
Tööstus- ja raudteetranspordisektoris kasvas müük 2014. aastani jõudsalt ning 2014. aasta 17%-st müügi kasvu toetas eelkõige *NV Energy Inc.* soetamine, kes on samuti valdusfirma kommunaalteenuste valdkonnas. 2015. aasta turusegmendi müügitulude languse põhjuseks on aga odavnenud kütus, mistõttu transpordil ei saanud suuremat lisatasu küsida [3–2015:83], ning muuhulgas ka nõudluse ja tugevnenud dollari mõjud. Kulud liikusid antud segmendis 2014. aastani tõusvas

trendijoones, ent 2015. aasta madalamad kütusekulud ja nõudluse vähenemine võimaldas ka pea 5% kokkuhoidu kuludes ajal, mil müügitulude langus oli vaid pea 2%.

Finantsteenuste puhul on tegemist suhteliselt uue segmendiga BRK-i jaoks, kuivõrd müügitulu hakati teenima selles segmendis alates 2012. aastast, ent sellest ajast on ka käive pidevalt kasvanud tänu nõudluse suurenemisele, summaarselt üle 22%. Antud turusegmenti jaoks on aga eba-stabiilsed kitsaskohad nii dividendid ja intressitulud kui ka investeeringud ja tuletisinstrumentid, ent need on BRK-i jaoks tervikuna marginaalsed kõikumised. Kulude kirjetes tuleb esile intressikulude langus, mis on vähenenud nii laenukoormuse kui ka langenud intressimäärade tõttu. Müü- dud kaupade ja teenuste kulu trendijoon on aga koosõlas müügitulu tõusude ja langusega.

Kasumiaruanne kokkuvõtlikult näitab BRK-i jaoks aruandeaasta puhaskasumi pidevat, ent mitte stabiilset suurenemist aasta-aastalt, mis valdus- ja investeerimisettevõtte puhul on küll ootus- pärane, ent 2013–2014 perioodi vaid 2%-line kasv on teiste aastate märkimisväärse kasvu juures isekeskis silmatorkav. Sealjuures paistab ka erinevus tulumaksuga, sest kui teistel aastatel kasvas ka tulumaksu osa ning seda kiiremini kui EBT, siis 2014. aasta pea 2,5% EBT-i langusele vastas tulumaks üle 11%-lise langusega, mis oli selles mõttes mugav BRK-i jaoks, et kokkuvõttes aru- andeaasta kasum ei langenud, vaatamata EBT-ile.

Rahakäibe aruande horisontaalanalüüs (vt Lisa 2:75–77) võimaldab lähemalt analüüsida ka kulumi liikumisi, kuivõrd kasumiaruandes on kulum lülitatud müüdü kaupade kulusse ja muudesse tege- vuskuludesse. Eelnevat aga ainult turusegmentide kokkuvõttes, ent teada on, et kõige suuremad amortisatsioonikulud on raudteetranspordi- ja tööstussektoris, seega tasub jälgida antud segmenti põhivarade kasvu korrelatsiooni kulumiga, mis nähtub eriti hästi 2014. ja 2015. aastal, kui mõle- mad kasvasid vastavalt aastatele ca 13% ja 5%. Rahakäibe aruande üks olulisemaid osasid, raha- vood äritegevusest, kasvas kuni 2014. aastani, ent seda ebaühtlaselt ning mittekorreleeruvalt kasu- miga. Näiteks kui 2012. aastaks kasvas kasum üle 42%, siis äritegevuse rahavood vaid 2%, ning eelnevat eelkõige kindlustusnõuete suurenemise tõttu, mille jaoks moodustati suuremad kahju- reservid, ja tuletisinstrumentidest tulenevate kohustuste üle 2 mld dollarilise suurenemise pärast. Autor koostas ka äritegevuse rahavoogude kasvu ja langust illustreerivad trendijooned BRK ja tema konkurentide lõikes (vt joonis 5 järgmisel lk-l), millel kõige ebastabiilsema ja nõrgemana nähtub LUK, kuivõrd iga aastaga (v.a 2013) rahakäive langes, seda teravaimalt 2014. aastal, mil ka kasum -45% oli langenud. BRK puhul näitasid äritegevuse rahavood iga-aastast kasvu, ent 2015. aastaks tuli leppida -2% alanemisega, seda kusjuures ajal, mil konkurent ALL näitas 12% tõusu.



Joonis 5. BRK ja tema konkurentide äritegevuse rahakäibe muutus aastatel 2012–2015

Allikas: [3–2012:31; 2014:51; 2015:40], [11–2012:91; 2014:96; 2015:181], [13:f-6]; autori arvutused

Investeeringuettevõttele kohaselt on investeerimistegevuse rahavood negatiivsed, seda aastate vaheldumisel rohkem või vähem. Olulisemaid kirjeid vaadeldes on näha aasta-aastalt suurenenud investeeringud põhivarasse ning samas ebastabiilseid kõikumisi nii aktsiate, võlakirjade kui ka muude investeeringute tasandil. Kui kõrvale jätta finantseerimistegevuse marginaalsus investeerimistegevuse kõrval, siis on finantseerimistegevuse rahakäive liikunud tõusvas trendijoones 2011. ja 2012. aasta negatiivse pinnalt positiivse rahavooni. Silmapaistev on 2015. aasta kindlustusvaldkonna peaaegu 300% saadud laenu juurdekasv ehk ca 2,5 mld dollarit, mida autor tõi välja ka bilansi horisontaalanalüüsil. Teiste turusegmentide saadud laenud liikusid tõusvas joones kuni 2014. aastani, mil järsult uute laenude võtmine langes, ning langus kestis ka 2015. aastal veel. Kuivõrd BRK-i tütarettevõtete osad kliendilepingud on sõlmitud välisvaluutas, siis joonistub ka dollari kursi tugevnemisega seotud valuutakursside muutuste mõju negatiivsena rahavoogude aruandes, sealjuures suhteliselt ebastabiilsena nagu valuutale kohane.

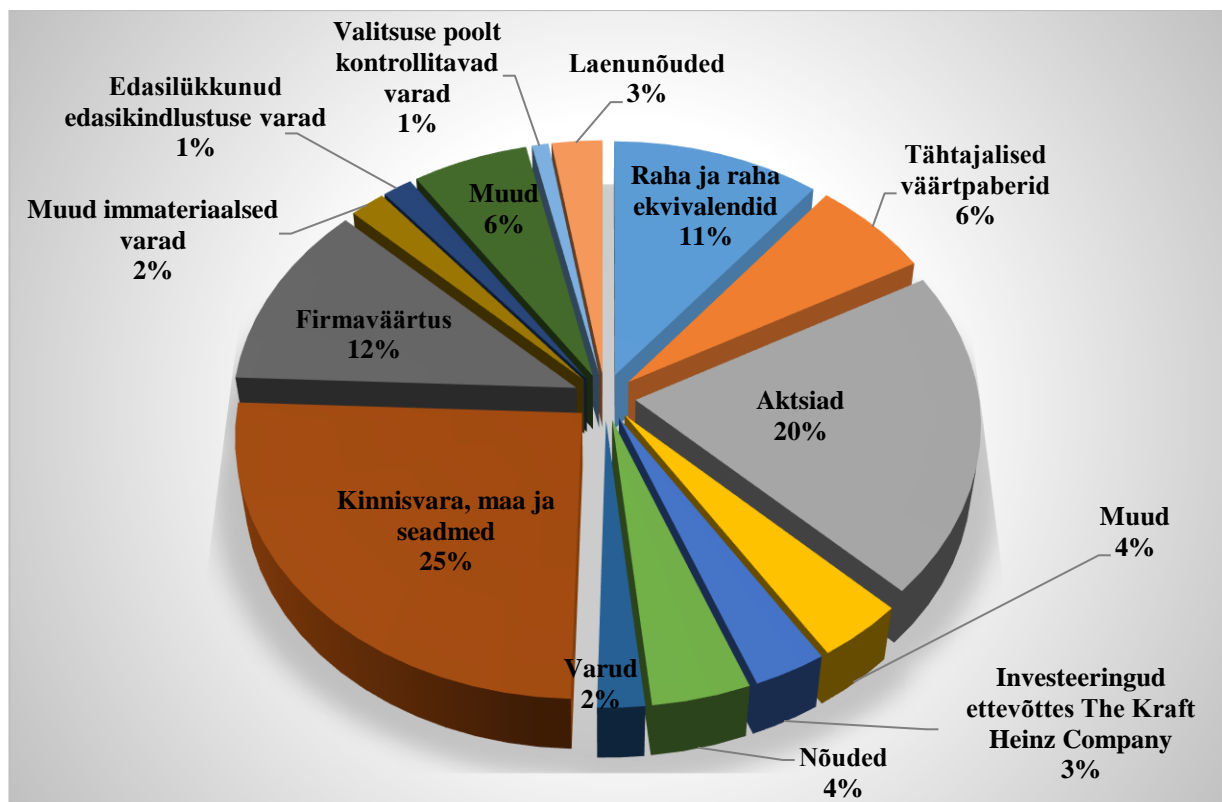
2.3. Ettevõtete vertikaalanalüüs

Vertikaalanalüüs näitab majandusaasta aruannete kirjete suhet baasnäitajasse, milleks kasumiaruande ja rahakäibe aruande puhul on müügitulu ning finantsseisundi aruande korral bilansimaht [27:10]. Võimaldades analüüsida kapitali struktuuri ja võrrelda seda tegevusala teiste ettevõtetega, saab jõuda järeldusele, kas osade kohustuste osakaalud on ehk liiga suured, mõjudes jätkusuutlikkusele kehvasti [Ibid.]. Vertikaalanalüüs aitab ka mõnevõrra kompenseerida valdusfirmade

horisontaalanalüüsi nõrku külgi, kuivõrd kui horisontaalanalüüsil oli keerukam kasvu n-ö tegelikku tagamaad näha, siis vertikaalselt analüüsides tulevad protsentuaalsete suhete erinevused paremini esile ning välistavad selle, et lihtsalt üks tütarettevõtte soetati juurde ning seetõttu on näiteks raha ja raha ekvivalendid kasvanud.

Vertikaalanalüüsil tasub netovara ja intressikandvate kohustuste kõrvalt jälgida ka põhivara proportsiooni bilansi mahust, sest liiga suur osatähtsus võib mõjutada jätkusuutlikkust nii varade efektiivsuse kui ka likviidsuse poolest [*Ibid.*]. Teisalt kui materiaalne põhivara väheneb juba ligi 10%-i võrra, on vajalik uurida, ega põhivara ettevõttest välja ei kandita [*Ibid.*]. Rahavoogudes tasub vaadelda saadud laenude ja müügitulude suhet, kuivõrd see annab infot, mitu protsenti võetud laen müügitulu genereeris. Siinkohal aga põhjapanevamaid järeldusi tehes tuleb samuti arvestada, et valdusfirmade puhul on mitmed tütreid kokku konsolideeritud ja seega näiteks ühe tütar-ettevõtte märkimisväärsel põhivara osatähtsust võib tasakaalustada teise tütar-ettevõtte käibevara märkimisväärne osakaal, nagu BRK-i puhul ilmselt on oodata raudteetranspordi- ja tööstussektori ning kindlustustegevuse võrdluses.

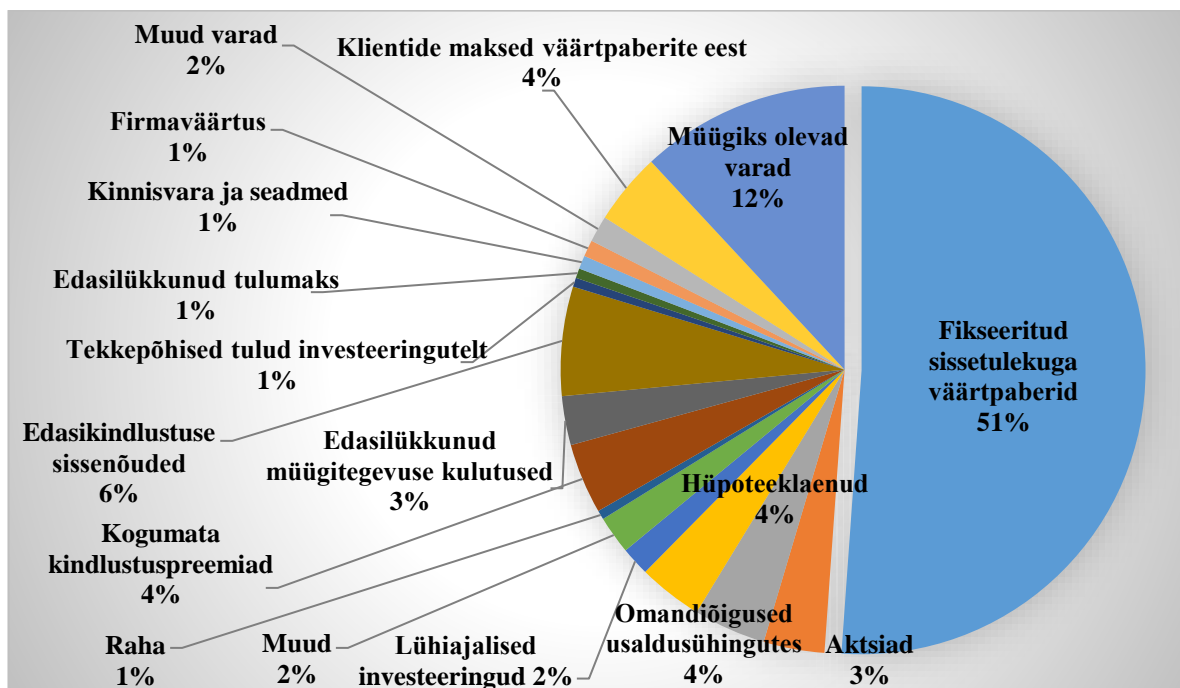
Enne iga valdusettevõtte eraldi lahkamist toob autor välja viie aasta keskmiste põhjal koostatud bilansside vertikaalanalüüsi tulemused sektordiagrammide ja tabeli kujul, visualiseerimaks erinevuseid firmade vahel. Võrdluse illustreerimiseks on järgmisel leheküljel nii BRK-i kui ka ALL-i joonised ühel lehel. Esimesena vaatleb töö koostaja aga likviidsete käibevarade, st raha, lühiajaliste väärtpaberite ja nõuete osatähtsuseid, kuivõrd just kindlustustegevuses on nendel eriti oluline roll. Raha ja raha ekvivalentide osatähtsus on suurim BRK-il (vt joonis 6 järgmisel lk-l) ning üllatav on seejuures teise kindlustusvaldusfirma ALL-i vaid 1%-line raha osakaal (vt joonis 7). BRK-i puhul on ka nende aruannetes öeldud, et nad eelistavad likviidsust ja turvalisust väikese tootluse teenimisele, mistõttu on raha osakaal üpris märkimisväärne [3–2015:82].



Joonis 6. BRK-i keskmine varade koosseis aastatel 2011–2015

Allikas: [3–2012:28; 2014:48; 2015:36]; autori arvutused

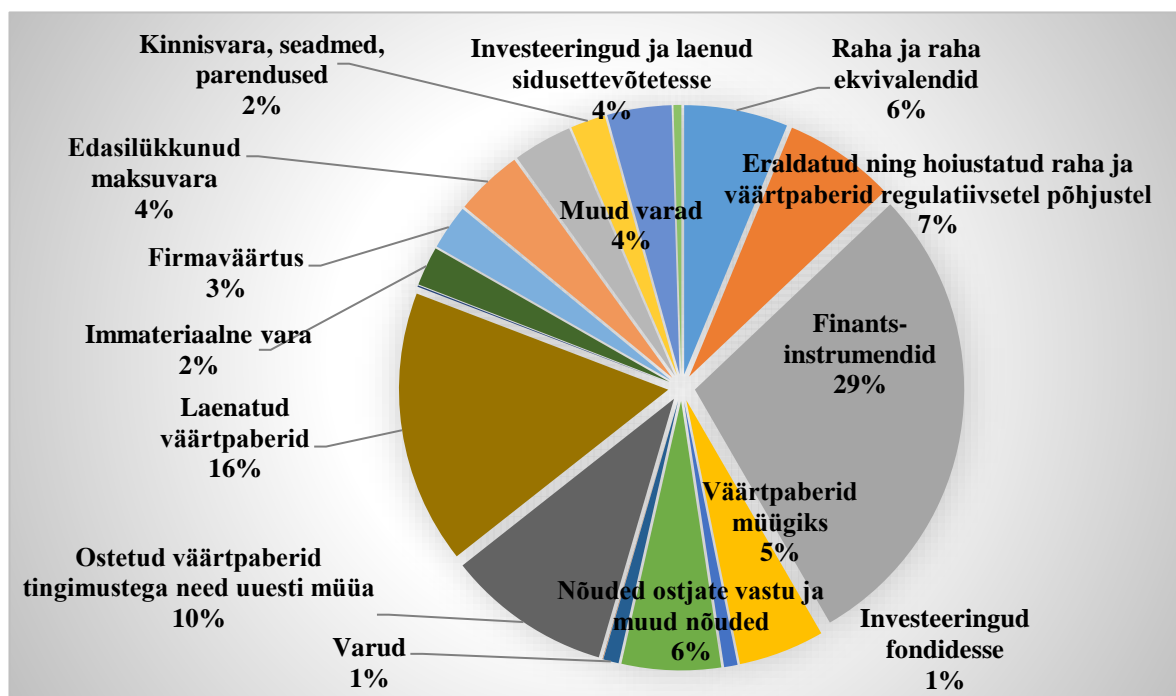
Märkus. Tulemused on ümardatud, mistõttu ebaolulised bilansikirjed ei kajastu joonistel.



Joonis 7. ALL-i keskmine varade koosseis aastatel 2011–2015

Allikas: [11–2012:89; 2014:94; 2015:179]; autori arvutused

LUK-i vaba raha osakaal on küll 6% (vt joonis 8), ent kui liita raha ja raha ekvivalentidele eraldatud ja hoiustatud raha osatähtsus, mis tulenevad pangandussektori nõuetest, siis on ka LUK-i maksevõimelisus heal tasemel. Väärtpaberite osakaal on ALL-il ja LUK-il suhteliselt võrdne, ent BRK-i kapitalimahuka põhivara osakaalu tõttu (BRK 25% vs ALL 1% ning LUK 2%) on BRK-il väiksem aktsiate ja väärtpaberite osatähtsus ning sarnaselt ka nõuete osakaal on konkurentidega võrdluses väiksem.



Joonis 8. LUK-i keskmine varade koosseis aastatel 2011–2015

Allikas: [13:f-2]; autori arvutused

Kohustuste ja omakapitali kirjete osakaale vaadeldes (vt tabel 1 järgmisel lk-l) on tähelepanuväärne seotud omakapitali madal osatähtsus, kuivõrd BRK-i puhul on aktsiakapital niivõrd marginaalne. Teisalt on mõisteta, et uut aktsiaemissiooni ei soovita, kuna see vähendaks kasumit aktsia kohta, ning samas vastavalt SAP raamistikule on BRK-i kindlustusettevõtetel korralikud reservid kohustustena kajastatud, mis GAAP-i konsolideeritud aruandes kohustusliku reservkapitalina ei peegeldu.

Tabel 1. BRK-i, ALL-i ja LUK-i keskmine kohustuste ja omakapitali koosseis 2011–2015, %

Passiva kirjed	BRK	ALL	LUK
Teadaoleva kahju reservid	14	30	0
Ettemakstud preemiad	2	9	0
Kohustused kindlustuslepingutest	4	26	0
Tarnijatele tasumata arved	7	5	14
Võlakohustised	17	5	13
Muu	2	17	49
Edasilükkunud tulumaks	11	0,4	0
Hübriidkapital	0	0	1,3
Aktiakapital	0,002	1,2	1
Ülekurss	7	3	10
Akumuleeritud koondkasum	7	0,3	2
Jaotamata kasum	29	30	11
Omaaktsiad	-0,3	-17	-0,1
Vähemusosalus	1	0,02	0,1

Allikas: [3–2012:28; 2014:48; 2015:37], [11–2012:89; 2014:94; 2015:179], [13:f-2]; autori arvutused

Samas ei ole mitte ühegi vaadeldava ettevõtte jätkusuutlikkus niivõrd ohustatud, mis kajastuks intressikandvate kohustiste suuremas osakaalus omakapitaliga võrdluses, kuivõrd kõigil on heal tasemel jaotamata kasum ning ülekurss. Laenukohustised on aga kõige suurema osatähtsusega passiva poolest BRK-il, kellel on raudteetranspordi- ja tööstussektoris põhivara finantseerimisel finantsvõimendust vaja rohkem kui näiteks ALL-il kindlustusäris.

2.4. Berkshire Hathaway vertikaalanalüüs

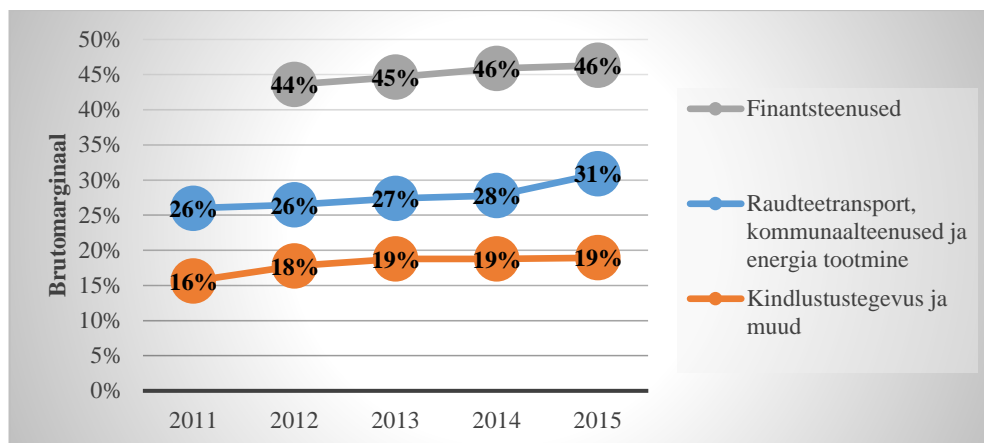
Üldjoontes pakub BRK-i bilansi aktiva poole vertikaalanalüüs suhtelist stabiilsust (vt Lisa 2:68–70), kuivõrd hüppelisi muutuseid olnud ei ole. Samas ilmneb BRK-i kindlustussektori materiaalse põhivara osatähtsuse langus pea kaks protsendipunkti, samal ajal kui seda langust on osaliste tõusude ja mõõnadega kompenseerinud BRK-i tööstus- ja transpordisektori suurenenud investeringud põhivarasse. Teisest küljest on suuremad muutused toimunud ka raha ja raha ekvivalentide osatähtsuses, kuivõrd üle aastate on likviidsuse parandamiseks pea 3,5 protsendipunkti osakaalu suurendatud bilansimahust. Langeva osatähtsusega trendijoonel liiguvad aga nii aktsiad kui ka

tähtajalised väärtpaberid, seda nii müüdud investeeringute suurema näitaja tõttu võrdluses ostetud investeeringutega kui ka teiste aktiva kirjete suurenemise tõttu.

Passiva poole vertikaalanalüüsil tuleb BRK-i puhul meeles pidada nende 100%-lise reinvesteermismääraga dividendipoliitikat, mistõttu jaotamata kasumi osakaal aasta-aastalt tõuseb ning see tõttu teiste passiva kirjete osatähtsus ka automaatselt väheneb. Vähenenud ei ole aga tööstus- ja transpordisektori võlakohustiste osatähtsus, kuivõrd viie aasta jooksul on segmendis kirje osakaal suurenenud üle 2%-i, mille peamine põhjus on materiaalse põhivara, mitte jooksva käibekapitali finantseerimine, mis oleks ohumärk. Pea 3% on langenud aga teadaoleva kahju reservid, mis võib peegeldada nii kahjujuhtumite vähenemist kui ka kindlustuskahjude täpsemat hindamist, kuivõrd tegemist on väga hinnangulise kohustusega BRK-i bilansis. Netovaras on ebastabiilsemad kõikumised olnud akumulieeritud koondkasumis, eelkõige tingituna valuutakursside ebastabiilsusest, ent üldkokkuvõttes on omakapitali osatähtsus aasta-aastalt suurenenud (v.a 2014. aastal) ning selliselt jätkuva tendentsina võivad omakapitali ja kohustuste osatähtsused järgmise 4 aasta jooksul võrdustuda.

Kasumiaruande vertikaalanalüüsil kasutas töö koostaja baasnäitajana kindlustustegevuses nii teenitud preemiaid kui ka müügi- ja teenustulusid, ent muid tulusid kaasa ei arvanud (vt Lisa 2:73–74). BRK-i puhul tekkis aga kaks võimalust – analüüsida eraldi tegevusvaldkonniti või ühiselt – vastavalt hoides nimetajas segmendi müügitulu või kogu grupi müügitulu. Teisalt ilmnevad märkimisväärsed muutused ühel või teisel juhul mõlemal, aga eri segmentide marginaalide analüüsimiseks on parem eraldi tegevusvaldkonniti minna, selgitamaks ettevõtte jaoks kõige tasuvamad ärisegmendid.

BRK-i kõikide segmentide brutomarginaalid on vaadeldaval perioodil tõusnud (vt joonis 9 järgmisel lk-l), kõige enam aga just transpordi- ja tööstussektori marginaal, kuivõrd tehtud investeeringud põhivarasse on genereerinud müügitulu näol lisa ning samas on kütusekulude hinnalangus aidanud kaasa müüdud kaupade ja teenuste kulu vähenemisele, mille n-ö vilju kindlustus- ja finantssegment nii tugevalt maitsta pole saanud. Iseenesest on aga kõige parema marginaaliga sektor BRK-is finantsteenused, ehkki antud segment on väiksem BRK-is, mistõttu tasub BRK-il kaaluda sektorisse suuremate investeeringute suunamist. Kindlustustegevuse marginaal on teistega võrreldes kõige väiksem nii klientide hinnatundlikkuse ja tugeva konkurentsi tõttu kui ka kahjunõuete ette-ennustamatuse tõttu.



Joonis 9. BRK-i segmentide brutomarginaal aastatel 2011–2015

Allikas: [3–2012:29; 2014:49; 2015:38]; autori arvutused

Võrdlused konkurentide marginaalidega esitab autor kolmandas peatükis, ent jätkates kasumi-aruandekeskse vertikaalanalüüsiga, on tulude lõikes kõige suuremad muutused toimunud vast kindlustustegevus ja muud sektoris, kus müügi-, teenus- ja investeerimistulude 2015. aasta kasvu toel moodustavad kindlustussektori kogutulud juba 84% grupi müügitulust. Kulude struktuuris on oodatult näha ka kahjunõuete volatiilsus, mille osatähtsus kõigil aastatel, v.a 2014. aasta pea 2%-list tõusu, on vähenenud, ent üldjoontes püsinud sarnases suurusjärgus. Aruandeaasta kasumi suhe müügitulusse näitab teatavasti tasuvusmarginaali ning BRK-i puhul on see vaadeldaval perioodil muljet avaldavalt pea 5% kasvanud, olles 2015. aastal üle 12%. Samas tuleb meele pidada, et müügitulusse pole kaasa arvatud intressi- ja dividenditulud, mis on investeerimise tulemuslikkuse seisukohast olulised kindlustusettevõtetes, ja seega vähendaksid veidi tasuvusmarginaali.

Rahavoogude aruande vertikaalanalüüsil (vt Lisa 2:77–79) ilmneb, et äritegevuse rahavood on keskmiselt, paari protsendi tõusu ja langusega, püsinud 16% müügitulust, mis küll konkurentidega võrdluses on parim tulemus, ent oma sisu poolest siiski üllatavalt väike osatähtsus maailma ühe väärtuslikuma ettevõtte kohta. Seda, kui palju antud perioodidel võetud laenud genereerisid müügitulu, vaatab töö koostaja eraldi segmenditi, kui võrd märkimisväärse tähtsusega on see BRK-i jaoks ehk vaid tööstus- ja transpordisektoris, mille võlakohustised on bilansis sektorite võrdluses suurima osatähtsusega. 2011. aastast kuni 2013. aastani veel genereerimisvõime tõusis 7%-lt 22%-ni, ent viimased kaks aastat on näitaja stabiliseerunud 14%-ni, mis autori arvates on pigem kehve- mapoolne näitaja, seda aga seetõttu, et selles segmendis on investeerimine põhivarasse pikaajaline protsess, millelt müügitulu tõus tuleb pikema aja jooksul.

3. SUHTARVUANALÜÜS

3.1. Ettevõtete suhtarvuanalüüs

Suhtarvumeetodiga uuritakse majanduslike näitajate vahelisi proportsioone ja varjatuid seoseid ning tuletatakse mittevõrreldavatest absoluutarvudest kõrvutatavaid numbreid, kus tulemust ei moonuta erinevad valuutakursid ega näitajate tuhandelisus või miljonilisus [27:16]. Suhtarve vaadeldakse nii eelnevate aastate kui ka konkurentide ja tegevusharu keskmistega võrdluses, mistõttu on analüüs hästi mitmekülgne ja informatiivne, kui on olemas analüütilised oskused ja teadmised numbreid tõlgendada [*Ibid.*]. Seejuures on asjakohaste järelduste eelduseks nii ettevõtte tegevusala, SWOT-analüüsi (*strengths, weaknesses, opportunities and threats*), juhtkonna ja omanike eesmärkide kui ka aktsiaturu seisu [31:46] tundmine [32:7]. Põhjapanevamad järeldused eeldavad aga ka suhtarvude viie aasta põhjal kujunenud trendide jälgimist [33:26].

Finantsseisundi aruande kirjete põhjal kalkuleeritud näitajatega tuleb olla tähelepanelik, kuivõrd need kajastavad ühe hetke seisu [32:9], tihtipeale aasta lõpu oma, mis ajaks püütakse tarnijate ees võimalikult palju kohustisi täita, töötajatele preemiaid maksta, varude seisu tulenevalt hooaja lõpust või algusest vähendada/suurendada jne, mistõttu ettevõtte tegelik seis ei peegeldu bilansist. Eelneva piirangu minimeerimiseks tasub võimalusel kaaluda suhtarvude analüüsimist kuude lõikes ning äritegevuse rahakäibel põhinevate mõõdikute kasutamist [*Ibid.*], mis aga väike- ja mikroettevõtjatest huvitatud välistel osapooltel keerulisemaks läheb, kuivõrd sellest aastast peale enam rahavoogude aruannet esitama ei pea. Meelespidamist nõuab ka suhtarvude tulemuste omistamise võimatust absoluutsuurustele, kuivõrd samase väärtusega näitajad võivad tekkida erisuguste väärtustega arvutamisel [34:23], st et finantsvõimendus saab olla kahel eri suurusega ettevõttel samasugune, jagades vastavalt näitlikult NG Investeeringud OÜ koguvara 600 mln oma-kapitaliga 300 mln eurot = 2 korda vs BRK-i koguvara 600 mld jagatuna netovaraga 300 mld = 2 korda.

Valdusfirmade puhul suhtarvuanalüüsil kehtivad piirangud pea et võimenduvad, kuivõrd bilanss on mõjutatud ühtaegu nii jaekaubanduskettide jõulu- ja aastalõpu hooajast kui ka tulenevalt lumistest ilmaoludest suurenenud kahjunõuetest kindlustusäris. Teisalt on suhtarvud tegevus-

valdkonniti erisugused, mistõttu valdusettevõtete puhul kerkib üles küsimus, millise valdkonna keskmistega suhtarve võrrelda [*Ibid.*:24], ehkki taaskord segmendiaruandlus võimaldab teatuid suhtarve, kuhu omakapitali kirjeid kaasama ei pea, arvutada.

Kõige suuremad probleemid valdusfirmade finantsanalüüsil esinevad vast likviidsusnäitajate kalkuleerimisel, kuivõrd enamuse neist suhtarvudest pole adekvaatselt tõlgendatavad ega võimalda anda hinnanguid käibekapitali juhtimise seisukohalt ühele kindlale ettevõttele. Sel moel pole koht võrrelda, mitu päeva on raha keskmiselt deebitoride käes, keskmise tasumisperioodi pikkusega, sest peale käibemaksu võimaliku erineva määra on ka eri tegevusharudel tasumis- ja laekumisperioodid erinevad, mistõttu konsolideerituna pole suhtarv sisuline. Sarnased kitsaskohad on ka teistel maksevõimelisuse näitajatel nagu lühiajaline raharinglus, maksevalmidus, raha % müügituludest, mis küll BRK-i puhul ilmselt ei ole päevakajalised probleemid, ent teiste valdusettevõtete likviidsuse analüüsimise keeruliseks teevad, arvestades et likviidsusnäitajad on suhtarvudest veel ühed olulisemad.

Võttes näitena NG Investeeringud OÜ, kellel nii täisosalus Livikos ja 67% osalus Kaubamaja Grupis, siis konsolideeritud aruandes on keskmine laekumisperiood mõjutatud nii Liviko ilmselt pikemast laekumisperioodist, kuna tarnitakse jaekaubanduskettidele, kui ka Kaubamaja lühemast nõuete laekumisperioodist, kuivõrd müüakse eraklientidele, kes üldjuhul maksavad kohapeal. Tasumisperiood seevastu ehk Kaubamajal pikem, kuivõrd tarnijad on mitmel juhul välismaised tootjad, ning Livikol lühem, arvestades et tegemist on nii tootja ja hulgimüüjaga. Eelnev tasakaalustub valdusfirma näitajates, mistõttu välisel osapoolel on keeruline hinnata likviidsust. Käibekapitali on samuti raske hinnata, sest Kaubamaja liiga suur käibevara maht võib tasakaalustada Liviko väikest käibevara bilansimahtu võrdluses lühiajaliste kohustustega, seetõttu aruandes Liviko likviidsusprobleem silmapilgul puudub.

Ehkki Eesti ettevõtte puhul on võimalik vaadelda eraldi Kaubamaja Grupi konsolideeritud aruannet ja registritest saab Liviko eraldi aruande tellida, siis rahvusvaheliste valdusfirmade puhul on see raskendatud kui mitte võimatu ja ajamahukas ettevõtmine, mistõttu lihtinvestorid keskenduvad aktsiapõhistele väärtusnäitajatele, mis kokkuvõttes on adekvaatsemad likviidsusnäitajatest, kuid nõuavad kõrvutamist mitmete suhtarvudega, sest üks suhtarv kogu investeerimisotsust teha ei saa, eriti valdusfirmade puhul. Üks lahendus valdusfirma analüüsimiseks on aga *multi-activity* DEA (*data envelopment analysis*) mudeli kasutamine, mis võimaldab hinnata iga tütarettevõtja rentaalust eraldi, seda aga siis, kui tegemist on valdusfirmaga, mille tütarettevõtjad on tegevad homogeenses tegevusvaldkonnades [35:812–813]. Eelneva meetodikaga lahendatakse põhimõtteliselt

võrrandisüsteem, kus on erinevad sisendid ja väljundid vastavalt näiteks erinevate tütarfirmade näitajatele, mille põhjal konstrueeritakse tõhususskoor [*Ibid.*]. Kuivõrd BRK-i puhul antud mudel kasutatav pole, siis autor sellel mudelil pikemalt ei peatu, ent asjast huvitatud lugejatel on soovitatav lugeda nii traditsioonilist DEA mudelit käsitlevat Riin Õnnise bakalaureusetööd „Eesti reisikorraldusettevõtete suhteline maksejõulisus ja tegevuse tõhusus aastatel 2008–2011” kui ka M. C. Chen, M. M. Yu ja C. M. Chao *multi-activity* DEA mudelit kirjeldavat tööd ”*Measuring the Performance of Financial Holding Companies*”.

Järgnevates suhtarve käsitlevates alapeatükkides on arvutatud võrdluseks BRK-i ja tema konkurentide kõrvale USA varakindlustuse keskmised ning ka BRK-i 100%-lise osalusega kindlustus-tütarettevõtja GEICO vastavad suhtarvud, vastavalt asjakohasusele ja võimalikkusele, võrdlemaks n-ö seda, kas käbi kukub kännust kaugele või mitte. Kuivõrd töö koostaja pidi GEICO aruannete saamiseks esitama taotluse USA kindlustusvaldkonda reguleerivale organisatsioonile *The National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), siis seati töö koostajale konfidentsiaalsuspiirang majandusaruannete avalikustamisel lõputöös, mistõttu pole autoril võimalik lisades välja tuua GEICO bilansi, kasumiaruande ja rahavoogude aruande põhinäitajaid. Kuivõrd GEICO on samuti valdusfirma mitmete tütarettevõtetega ning BRK-i aruandes kajastuvad samuti GEICO konsolideeritud grupi tulemused, siis järgnevalt on arvutatud Ameerikast saadud aruannete põhjal GEICO mittekonsolideeritud tulemuste suhtarvud, vältimaks järjekordset valdusfirma efekti suhtarvude analüüsile.

3.2. Kindlustusvaldkonna suhtarvud

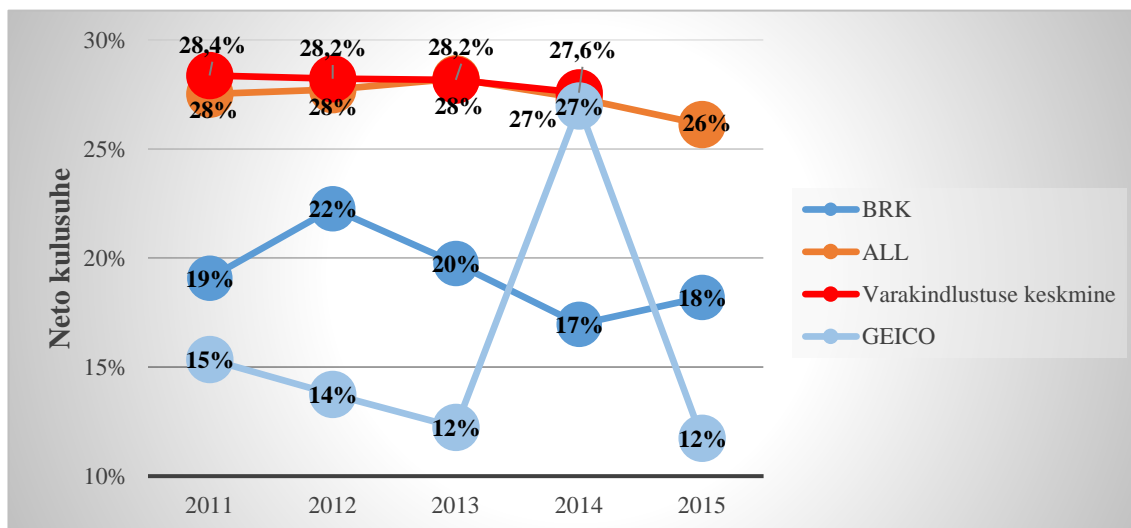
Neto kulusuhe

Neto kulusuhte näol on tegu ühe tüüpilise ja otsustava suhtarvuga kindlustusmaailmas. Kindlustuspoliis on suuresti n-ö tarbekaup, millele erilist lisandväärtust kliendi jaoks pidevalt luua pole võimalik, samas tihedas konkurentsisis püsimiseks tuleb klientide n-ö meelitamiseks hinnad hoida madalad, mistõttu on kindlustusäris ülioluline optimeerida kindlustuspoliisi sõlmimise ja teenindamisega seotud kulusid, saavutamaks hinnaelist ja kokkuvõttes kasumit [36]. Neto kulusuhe kalkuleerib, mitu protsenti moodustavad kindlustuse teenindamisega seotud kulud neto teenitud preemiatest (NEP), st mida väiksem osatähtsus, seda parem tulemus. NEP viitab seejuures teenitud preemiatele, millest on edasikindlustuskulud maha arvatud. Edasikindlustust kasutatakse kaitsmaks kindlustusfirmat ennast märkimisväärsete riskide eest ning preemiad teenitakse tekke-

põhiselt [*Ibid.*], st 30. juunil sõlmitud 500-eurose aastase kindlustuspoliisi teenitud tulu aasta lõpuks on 250 eurot. Näitaja leitakse järgmiselt:

$$\text{neto kulusuhe} = \frac{\text{kindlustuspoliisi teenindamiskulud} * 100}{NEP} \quad (1)$$

Tütarettevõtte GEICO omab ilmselget hinnaelist (vt joonis 10) ning seda on Buffett korduvalt BRK-i tegevusaruannetes rõhutanud, kuivõrd just selle sama hinnaelise pärast ta otsustaski GEICO-sse investeerida [3–2015:12]. Autokindlustuses on GEICO USA-s teisel positsioonil, haa- ranud selle koha just ALL-ilt [*Ibid.*,:22]. Ehkki ka ALL kasutab otsemüüki, st ilma agentideta, siis GEICO teeb seda kulusäästlikumalt, kasutades poliiside hankimiseks vaid interneti keskkonda ja telefonimüüki [*Ibid.*,:77]. Märkimata ei saa jätta ka Buffetti enda n-ö müügi juttu GEICO-st kind- lustuse võtmiseks igas BRK-i majandusaasta aruandes, mida kindlasti targad investorid teevad, et oma investeeringut toetada. GEICO on igal vaadeldaval perioodil parima kulusuhtega, v.a 2014. aastal, mil suurenesid poliiside hankimiskulud kasvu tagamiseks [3–2014:88], eelkõige aga rek- laamikulud. Teisalt ei olnud kulusuhte muutus püsiv, kuivõrd stabiliseeruti 2015. aastal taaskord tugevasti alla 20% kulusuhtele, 12%-le, tänu 2014. aasta müügitööna 2015. aastal suurenenud preemiatele ja kindlustushinna tõstmisele [3–2015:77].



Joonis 10. Neto kulusuhe ettevõtete, keskmise ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:29; 2014:49; 2015:38], [5:31], [11–2012:87; 2014:92; 2015:177], [37:4]; autori arvutused

Joonis illustreerib samuti valdusfirma ja tütar-ettevõtte suhtarvude erinevust, seda ka trendijoonetes. Samas viitab BRK-i iga-aastane paremus nii tegevusala keskmisest kui ka ALL-ist sellele, et grupis on väga heade hinnaeliste tütar-ettevõtjaid, kusjuures isegi GEICO 2014. aasta järsk kulusuhte tõus ei avaldanud grupi lõikes mõju, vastupidi, BRK-i jaoks oli 2014. aasta viie aasta parima

neto kulusuhtega aasta. Arvestades et BRK-i kindlustussegmenti kuulub 11 kindlustusettevõtjat, on neto kulusuhe siiski väga heal tasemel, aga volatiilsem, kuivõrd ALL-il on läbi aastate üsna stabiilne suhtarv, kõikudes 27%-i läheduses ühtlasi koos tegevusala keskmisega. Huvitava kõrvallepõikena võib võrdluseks tuua ka Eestis esindatud IF Kindlustuse Rootsi valdusfirmast emaettevõtte kulusuhte 2015. aastal, milleks oli 13% [38:5], st samaväärsel tasemel GEICO-ga.

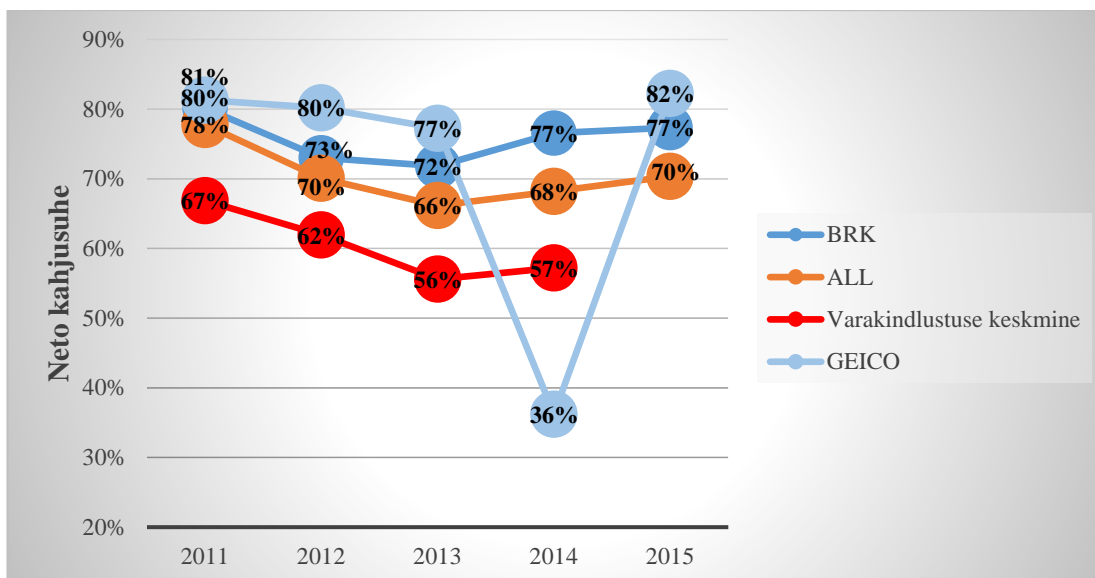
Neto kahjusuhe

Teatavasti ei ole kindlustuse teenindamiskulud ainukesed kindlustusettevõtjate kulutused, sest suuremat mõju preemiatele avaldavad kindlustuspoliisidest tulenevate kohustuste täitmised. Neto kulusuhte sarnaselt analüüsitakse seetõttu alati ka neto kahjusuhet, mis leitakse kulusuhte sarnaselt, vaid vastava kulu muutmisega murru lugejas, seega

$$\text{neto kahjusuhe} = \frac{\text{neto kahjunõuded ja hüvitised} * 100}{NEP} \quad (2)$$

Siinkohal kerkib esiplaanile just hinnapoliitika, kuivõrd püsivalt kõrge suhtarv viitab madalatele hindadele [36], mis pole kooskõlas võetava riskiga, või kliendiprofiili valele riskihinnangule.

Ehkki jooniselt nr 11 järgmisel leheküljel nähtub, et hinnapoliitika ja kahjude kooskõla on olnud kõige parem viie aasta lõikes ALL-il, siis joonis on üllatuslikult põhimõtteliselt ümberpööratud joonisest nr 10 ning hea näide sellest, et madal kulusuhe ei pruugi tagada head tulemust kahjusuhtes, vastupidi, kui kindlustuse teenindamiskuludes pööratakse vähe tähelepanu kliendi riskiprofiili analüüsile, siis see nõrkus võib avalduda kõrgemas kahjusuhtes. Autori arvates on nii BRK-i, GEICO ja ALL-i näitajad kehvemad tegevusharu keskmisest (v.a GEICO 2014. aastal), sest kõik nad proovivad konkurentsipüsimeks hindu madalal hoida, arvestades et võistlus käib USA kindlustuse kolme suurima kindlustusettevõtja kohtade peale. Samas mõjutavad tegevusharu keskmist ka kindlustusettevõtjad, kelle hinnad ongi kallimad, sest nad kasutavad kindlustuspoliiside võitmiseks agente, samas aga ei viita see automaatselt suurenenud hüvitisnõuetele, seega kahjusuhe on madalam, aga see-eest kulusuhe kõrgem.



Joonis 11. Neto kahjusuhe ettevõtete, keskmise ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:29; 2014:49; 2015:38], [5:31], [11–2012:87; 2014:92; 2015:177], [37:4]; autori arvutused

Kahjusuhte trendijooned on aga ettevõtete ja keskmise lõikes sarnase käitumismustriga, paranenud kuni 2013. aastani ning siis jälle tõusnud, v.a GEICO 2014. aasta, mil vähenesid kehavigastuste kahjunõuded ja korrigeeriti eelmiste perioodide kahjunõuete suuruste hinnanguid [3–2014:88]. Taaskord BRK valdusfirmana ei peegelda selliseid mittepüsivaid kõikumisi suhtarvudes nagu GEICO 2014. aasta, ent üldjoontes liigub samas trendijoones ja sarnases %-i mahus NEP-ist, hoides siiski enamasti tütarettevõtte näitajatest paremat suhtarvu. 2011. aasta paistab silma kõigil ühenõ kahjurohkema aastana, seda eelkõige maavärinate tõttu Jaapanis ja Uus-Meremaal ning raskete ilmastikuolude tõttu [3–2011:63].

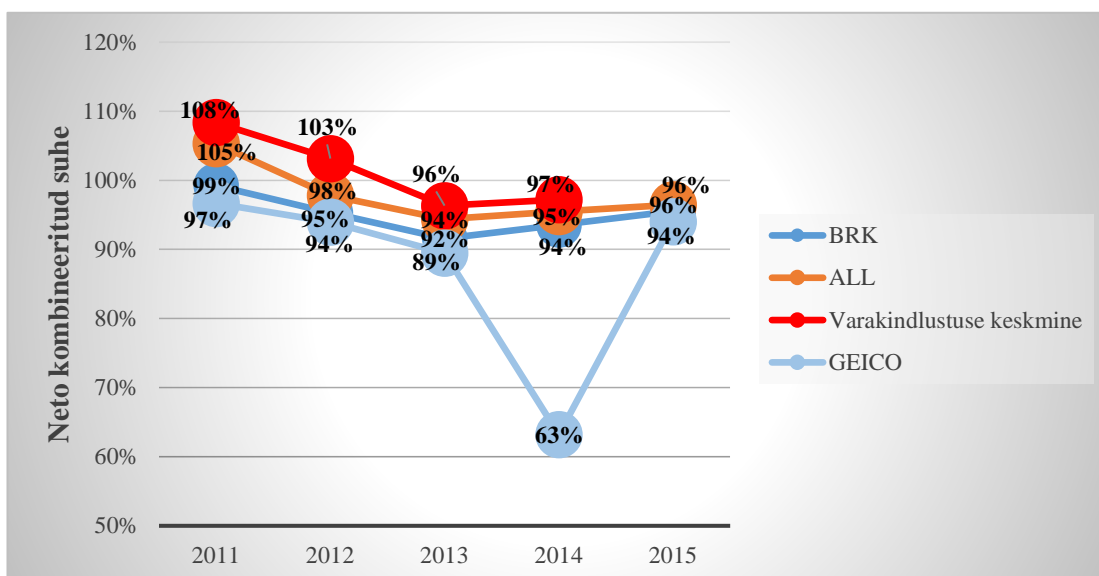
Neto kombineeritud suhe

Sidumaks nii kulu- kui ka kahjusuhet ühte, kasutatakse kombineeritud suhtarvu, mis näitab, mitu protsenti võtavad kindlustusega seonduvad kulud NEP-ist ära. Tavaettevõtlusega võrdlemiseks võib öelda ka, et see, mitu protsenti kombineeritud suhet 100-st lahutama jääb, on brutomarginaal. Üldreeglina võiks keskmine suhtarv läbi aastate olla alla 100%, st et ettevõtte on kasumis enne investeeringute tulemite lisamist, samas alla 95% suhtarvu peetakse ebatavaliseks ning mõneti seostatakse tulu teenimisvõimaluse möödalaskmisega [36]. Näitaja leitakse liitmistest

$$\text{neto kombineeritud suhe} = \text{neto kulusuhe} + \text{neto kahjusuhe} \quad (3)$$

Käesolevas analüüsis on võimalik võrrelda viie aasta keskmisi (v.a tegevusharu oma) ning vastavalt joonisele 12 järgmisel lk-l on ka GEICO keskmine neto kombineeritud suhe kõige parem, olles 2014. aasta erandit arvesse võtmata 94%. Siinkohal on sarnasus BRK-iga märkimisväärne,

kuivõrd BRK-i keskmine on 95%, ning mõneti põhjendatav on see sellega, et kombineeritud suhtarvu iseloomust tulenevalt on oodata lähedasi tulemusi, kui on eeldatavalt samal tasemel kindlustusvõtjatega tegemist.



Joonis 12. Neto kombineeritud suhte ettevõtete, keskmise ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:29; 2014:49; 2015:38], [5:31], [11–2012:87; 2014:92; 2015:177], [37:4]; autori arvutused

Ehkki nii GEICO kui ka BRK liiguvad keskmiselt 95% piirimail, siis autori arvates tulu teenimisvõimaluste möödalaskmises küsimust pole, pigem on tõesti otseturundusest tulenev kulueelis see, mis võimaldab teenida rohkem väiksemate kulutustega. Varakindlustuses keskmiselt aga tegutsetakse 101% kombineeritud suhtega, n-ö brutokahjumiga, ja sõltutakse investeerimistulemist, ent trendijoon on teiste ettevõtetega võrreldes sama.

Kindlustusmarginaal

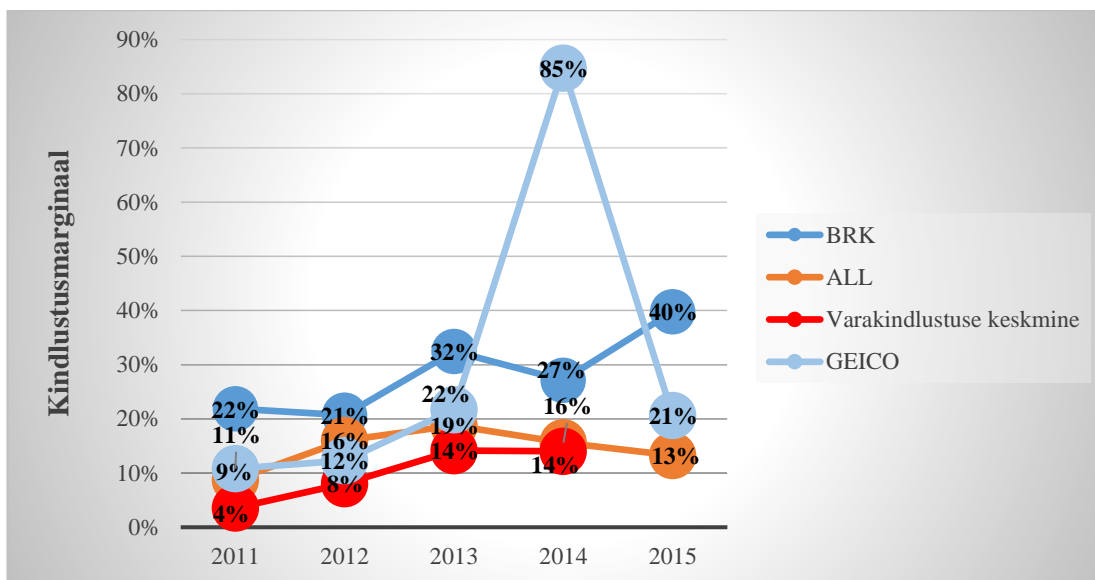
Tegevusmarginaaliga võrreldav kindlustusmarginaal leitakse järgmiselt

$$\text{kindlustusmarginaal} = \frac{(\text{kindlustuse tehniline tulemus} + \text{investeerimistulu}) * 100}{NEP} \quad (4)$$

kusjuures kindlustuse tehniline tulemus moodustub NEP-ist, millest on maha arvatud neto kahjunõuded, hüvitised ja kindlustuse teenindamiskulud. Investeerimistulu on aga seotud väljateenimata preemiate reserviga, mida kindlustusvõtjad saavad ja peavad investeerima. Mida kõrgem marginaal, seda parem positsioon kasumi teenimiseks.

Tegevusharu keskmist marginaali ületavad kõik vaadeldavad ettevõtted (vt joonis 13 järgmisel leheküljel), ent tegevusharu keskmine näitab ühtlasi, et tegevusala negatiivsest kombineeritud suhtest tullakse välja tänu investeerimistulemile (2011. ja 2012. aastal). Üldiselt aga kuni 2012. aastani

tani oli ALL-il parem marginaal kui GEICO-l, kuid 2013. aastast kasvas nii GEICO ja siis ka BRK-i marginaal kiiremini, mistõttu eelmise aasta põhjal oli BRK konkurent ALL-iga võrreldes üle 27%-lise parema marginaaliga. BRK-i paremus tuleneb kindlasti juba liitintressi mõjust ja faktist, et BRK-i tütaridel on suurem preemiade reserv, mida investeerida, võrreldes ALL-iga, ning välistada ei saa ka Buffetti ja Charlie Mungeri pikaajalist investeerimiskogemust.



Joonis 13. Kindlustusmarginaal ettevõtete, keskmise ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:29; 2014:49; 2015:38], [5:35], [11–2012:87; 2014:92; 2015:177], [37:4]; autori arvutused

2014. aasta GEICO on taaskord erand, kuivõrd sellel ajal preemiad ja kulud kukkusid, ent realiseeritud kapitali- ja investeerimistulu jäid sarnasesse suurusjärku teiste aastatega, mistõttu suhtarv oli selle tulemusena ebaloomulikult kõrge. Samas tuleb kindlustusmarginaali juures meele pidada, et investeerimistulu võib olenevalt investeeringust ja ajastamisest realiseeruda määramata ajas tulevikus [36], mistõttu on nii joonis volatiilne kui ka võrdlus ettevõtete vahel ei pruugi olla alati kõige adekvaatsem.

3.3. Rentaablusnäitajad

Omakapitali puhasrentaablus

Inglisekeelne termin ROE iseloomustab järgnevat suhtarvu paremini kui eestikeelne väljend, võiks isegi öelda, et sisu on tõlkes kaduma läinud lihtsa finantsanalüütiku jaoks. Inglise keelest tõlkides on mõista, et näitaja arvestab mingi tagasisaamise ettevõttesse investeeritud omakapitali pealt ning küsimuses, mitu protsenti juba tagasi saadakse investeeritud kapitali ühe rahaühiku pealt, lahendab järgmine valem järgmisel lk-l [27:23–24]

$$ROE = \frac{\text{puhaskasum} * 100}{\text{keskmise omakapital}} \quad (5)$$

Kindlustusettevõtjate puhul on oodatav näitaja 10–15% [39]. ROE on tihedalt seotud ka vaba rahavooga ning kui ROE on märgatavalt kõrgem tegevusala keskmisest ja ettevõtte genereerib rohkem raha kui kasvuks vaja, siis soovitatakse maksta vähe dividende või üldse mitte, sest investorite jaoks oleks keeruline leida paremat investeerimisvõimalust dividendide eest saadud rahaga [28:125]. Teisalt, kui ROE on alla tegevusharu keskmise või madalam isegi omakapitali hinnast, tuleb vastavalt siis finantsanalüüsile tuginedes kulukärpeid ja paremaid investeerimisotsuseid teha, halvemal juhul intressikandvaid kohustusi minimeerida ja kaaluda ühinemist [*Ibid.*].

Kui võrreldakse eri riikide ettevõtteid, kus kehtivad erinevad tulumaksumäärad ja -vormid, siis tasub omakapitali puhasrentaabluse asemel või lisaks kalkuleerida omakapitali tasuvus (OpROE), nagu seda teeb Soome tuntud investor Seppo Saario kujul

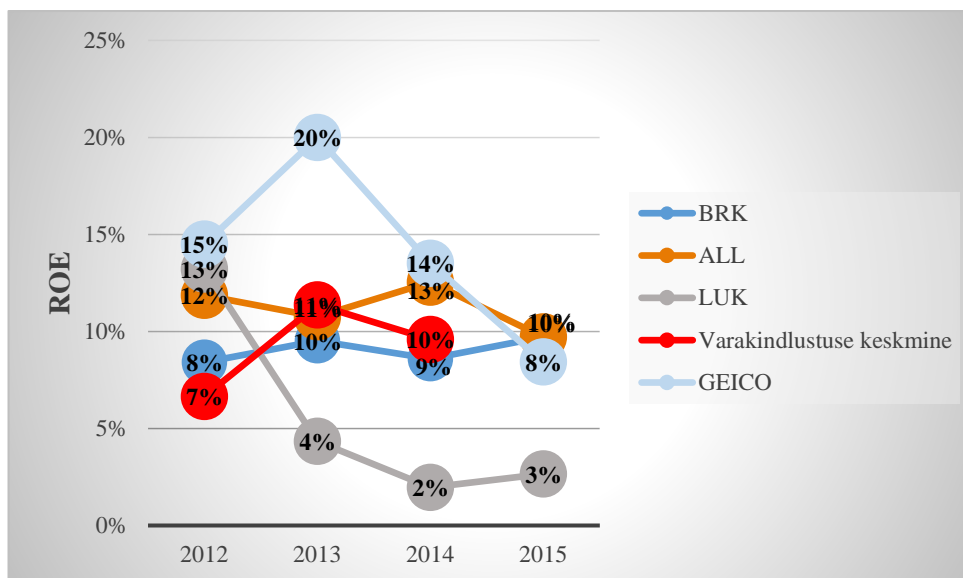
$$OpROE = \frac{(\text{kasum enne erakorralisi tulusid ja kulusid} + \text{maksud}) * 100}{\text{keskmise omakapital} + \text{vähemusosalus}} \quad (6)$$

OpROE kriteerium on, et see peab olema investeeritud kapitali tootlusest suurem, vastasel juhul kulub intresside tasumiseks rohkem, kui ettevõtte ise teenib [40:118]. Rusikareegel on, et OpROE peab ületama 10–12% taset, selleks et ettevõtte toodaks omanikele lisaväärtust [*Ibid.*], ent kuna BRK-i puhul ei ole intressikandvate kohustustega probleeme ja tulumaksumäärade olulist erinevust konkurentidega võrreldes, ei ole töö koostaja Seppo Saario lähenemist kasutanud.

Valdusfirmade omakapitali puhasrentaabluse arvutamisel märkimisväärne probleem puudub, kui võrd investor saabki antud juhul investeerida vaid BRK-i ja teda huvitabki, kuis BRK tervikuna tema investeeritud dollarile kasumit toodab. NG Investeeringud OÜ puhul on ainult Kaubamaja Grupp börsil ning investor saab võrrelda Kaubamaja ROE-d NG omaga ning eelistada vastavalt, kas otse Kaubamajasse investeerimist või NG-sse, kumma näitajad investori jaoks paremad on. Siinkohal ei ole aga võimalik segmendiaruandluse abi kasutada, kui võrd omakapitali segmenditi ei jaotata, ning seetõttu on nüüd järgnevad BRK-i näitajad terve grupi omad, mitte ainult kindlustuse valdkonna suhtarvud.

ALL ja BRK näitavad üsna stabiilset ROE-d läbi aastate (vt joonis 14 järgmisel lk-l), ALL-il see eest aga parem, keskmiselt 11%, vastavalt kindlustusettevõtte ootustele, ent ka BRK-i 9%-line keskmine on muljetavaldav ja kindlustuse tegevusharu keskmisega võrreldav, arvestades konsolideeritud näitajaid. Kui võrd BRK-i omakapitali osatähtsus kogupassivast on suurem kui ALL-il

(BRK 46% vs ALL 19%), siis sellest tulenevalt on juba BRK-i ROE väiksem. Teistest erinevad trendijooned on nii GEICO-l ja LUK-il, sest LUK-il on läbi aastate aktsiakapital suurenenud olukorras, kus kasumid langevad, ning GEICO 2015. aastat mõjutasid tugevasti suurenenud kahjunõuded ja hüvitised.



Joonis 14. ROE ettevõtete, keskmise ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:28–29; 2014:48–49; 2015:37–38], [5:35], [11–2012:87, 89; 2014:92, 94; 2015:177, 179], [13:f-2–f-3], [37:4]; autori arvutused

Taaskord on BRK-i trendijoon GEICO-ga võrreldav, ent GEICO suur langus 2015. aastal ei mõjutanud valdusfirma rentaablust üldse, mistõttu investoritel on põhjendatud kindlus, et ühe olulise kindlustusettevõtte tulemuste langus ei mõjuta BRK-i tervikuna olulisel määral. Ehkki autor eraldi OpROE-d ei kalkuleerinud, siis nii GEICO, BRK-i ja ALL-i ROE-d on piisavalt tugevad, et kui maksud puhaskasumile tagasi liita, on tegemist omanikele lisandväärtust tootvate valdusfirmadega, ehkki BRK ainukesena liigub selles n-ö piiri peal.

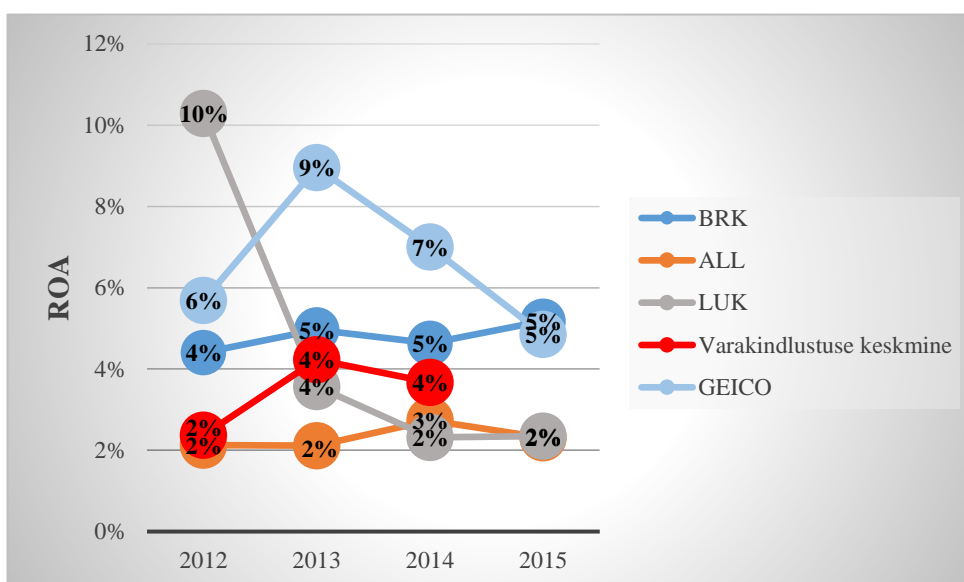
Vara rentaablus

Return on assets (ROA) on suhtarv, mis vaatleb, kui palju suudavad ettevõtte varad toota kasumit. Kindlustusettevõtete puhul eriti seda, kuis investeringud aktsiatesse ja võlakirjadesse ning preemiad ennast ära on tasunud [41]. Mida kõrgem ROA, seda kasumitootlikumalt on varad ära kasutatud. Näitaja leitakse seosest

$$ROA = \frac{(\text{puhaskasum} + \text{intressikulu}) * 100}{\text{keskmise vara}} \quad (7)$$

Valdusfirmade puhul on suhtarvu tõlgendamine taaskord asjakohane, kuivõrd investorit huvitabki BRK-i kui terviku ROA, samas oleks segmenditi analüüsimine kindlasti informatiivsem, ent tihti peale pole segmendiaruandluses tulumaks segmenditi jagatud ja see tähendaks rentaablu arvu- tamist ärikasumi pealt. Eestis poleks tulumaksu jagamine keeruline, ent välismaiste valdus- firmade puhul tuleb arvestada edasilükkunud tulumaksukohustusega, mis segmenditi põhivara väärtuse tõttu on erinev.

Joonis nr 15 on aga heaks näiteks valdusfirmade stabiilsete näitajate kohta, kuivõrd vaid LUK-i terav kasumi langus 2013. aastal eristab valdusfirmade üldist konstantset trendijoont. BRK on koos GEICO-ga 2013. aastast alates parimat varade tootlust näidanud ning GEICO parem suhtarv tuleneb nii SAP raamistiku eripärast kui ka sellest, et kindlustusettevõttel pole niivõrd kapitali- mahukat põhivara koosseisu nagu BRK-il tööstus- ja raudteetranspordi sektoris.



Joonis 15. ROA ettevõtete, keskmise ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:28–29; 2014:48–49; 2015:37–38], [5:35], [11–2012:87, 89; 2014:92, 94; 2015:177, 179], [13:f-2–f-3], [37:4]; autori arvutused

Omamoodi murekoht on ALL-i jaoks, kuis BRK tervikuna paremat ROA-d näitab, kui ALL, kellel põhivara osakaal marginaalne BRK-iga võrreldes ning investeeringute osakaal palju suurem. Samas on see põhjendatav sellega, et ALL peab oma teenimata preemiaid väga likviidsena hoidma ning ei saa riskantsematesse ja seega tulusamatesse investeerimisvõimalustesse raha paigutada, vaid on sunnitud eelistama fikseeritud madalama tootlusega ja võrdlemisi turvalisi võlakirju.

3.4. Toimimissuhtarvud

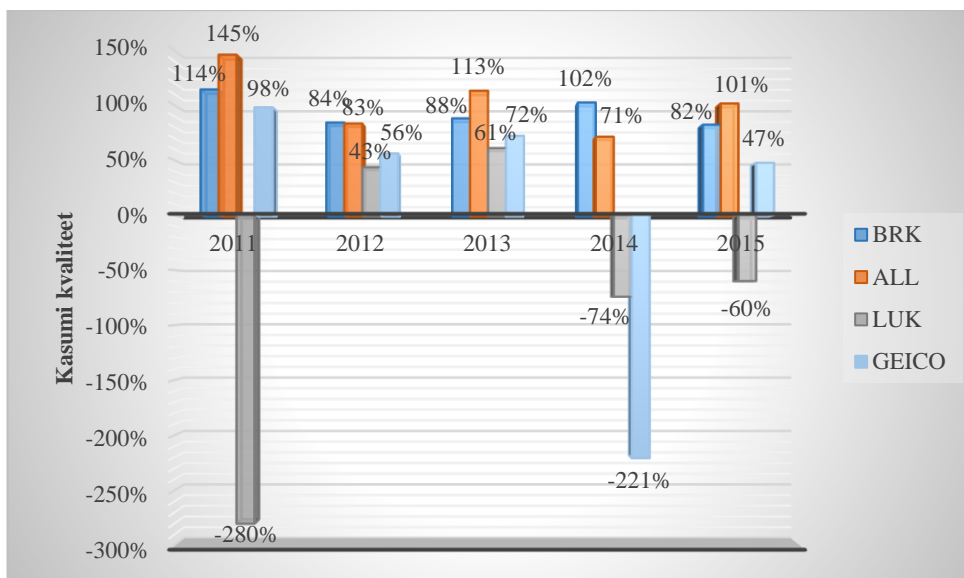
Kasumi kvaliteedimäär

Teatavasti võib kasumiaruanne näidata ilusat kasumit ka olukordades, kus tegelikult raha pangakontol pole ning dividende maksta ei saa [27:20]. Järgmise valemiga

$$kasumi\ kvaliteet = \frac{\text{äritegevuse rahavood} * 100}{EBIT} \quad (8)$$

leitakse ärikasumi rahasiduvus ehk kasumi kvaliteedimäär, millega kõrvaldatakse „käärid“ reaalse kasumi ning kasumiaruandes näidatud kasumi vahel. Suhtarv võiks olla soovitatavalt vähemalt 100% [Ibid.]. Valdusfirmade kasumi kvaliteedimäär on teatavasti raskesti tõlgendatav ettevõtte välistele infotarbijatele, kuivõrd nemad ei tea, missuguse tütarettevõtte taga näiteks nõuded laekumata on, kui kvaliteet on kehvemapoolne. Samas aga on valdusfirma investorile ilmselgeks ohumärgiks kvaliteedimäära pidev langustrend alla 100%-i ning märkimisväärselt madalam näitaja ka konkurentidega võrdluses. Investeerimisaktiivsuse juures tuleb jälgida, kas saadud dividende kajastatakse äritegevuse või investeerimistegevuse rahavoogude koondis, kuivõrd kui seda tehakse investeerimistegevuse rahakäibes, nagu *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ja GAAP lubavad, siis on kasumi kvaliteedimäär automaatselt madalam.

Ettevõtete löikes on näha, et antud suhtarv on oluliselt volatiilsem, kui mõned eelnevalt käsitletud suhtarvud (vt joonis 16 järgmisel lk-l). Taaskord ilmneb, et GEICO näitajad ei ole samaväärsed BRK-iga võrreldes, vastupidi kehvemad, ent trendijoon on ema- ja tütarettevõttel ühtiv, v.a ebatavaline 2014. aasta GEICO-l, mil oluliselt vähenenud preemiad tõid kaasa negatiivse äritegevuse rahavoo. Kui alapeatükis 1.2. sai mainitud, et tänu rahavoogude printsiibi eelistamisele tulu-kulu vastavuse printsiibi vastu võimaldab SAP raamistik tütarettevõtjatelt ilmselt paremat kasumi kvaliteeti oodata, siis autori üllatuseks see nii ei ole, vastupidi, GEICO suhtarv on pärast 2011. aastat ohtlikult alanenud, olles igal aastal alla 100%-i, ning vaid LUK on veelgi halvemas positsioonis. Erinevus võib olla tingitud sellest, et kasumiaruandes kajastuvad teenitud preemiad, ent tegelik rahavoog on laekunud siiski kindlustuspoliisi sõlmimisel.



Joonis 16. Kasumi kvaliteedimäär ettevõtete ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:29, 31; 2014:49, 51; 2015:38, 40], [11–2012:87, 91; 2014:92, 96; 2015:177, 181], [13:f-3, f-6], [37:4–5]; autori arvutused

ALL-i ja BRK-i võrdluses on näha, kuis pea iga aastaga parema suhtarvu positsioon vaheldub, ent keskmiselt on BRK-i suhtarv 94%, võrreldes ALL-i 103%-iga, mille põhjus peitub ehk selles, et BRK-il on kasumis ka nõudeid, mis on seotud tegevusharudega, kus nõuete laekumine toimub pikema perioodi jooksul, vastupidiselt ALL-ile, kus kindlustusvõtjad maksavad pigem otsekohe ilma maksetähtajata.

Jätkusuutlik vs tegelik kasv

Müügitulude kasv kuni tasuvuse ja kapitali struktuuri näitajad ei muutu, on leitav läbi jätkusuutliku kasvu suhtarvu, mida vastandatakse omakorda tegeliku kasvu näitajaga ehk siis reaalse müügitulude kasvu protsendiga, jõudmaks järeldusele, kas ettevõtte on ülekapitaliseeritud või vastupidi, maksab liialt palju dividende välja ning ei panusta omakapitali [27:24–25]. Jätkusuutliku kasvu suhtarv leitakse järgnevast seosest ning oluline on siinkohal trendi jälgimine

$$\text{jätkusuutlik kasv} = ROE * \text{reinvesteeritud kasumi määr} \quad (9)$$

ja kõrvutamine tegeliku kasvuga, mis on ühtlasi sarnane müügitulu horisontaalanalüüsile

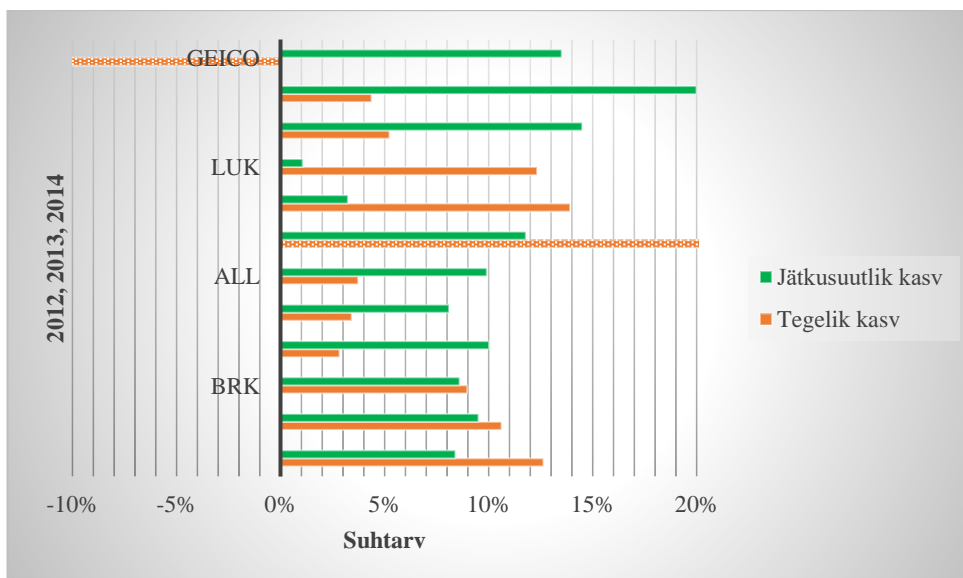
$$\text{tegelik kasv} = \frac{\text{müügitulu muutus} * 100}{\text{müügitulu eelmisel perioodil}} \quad (10)$$

Kui tegelik kasv jääb madalamaks jätkusuutlikust, siis on ettevõtte valiku ees, kus tuleb kaaluda dividendide maksmist, kasvu või omaaktsiate ostu, vahel piisab ka probleemi ignoreerimisest [Ibid.,:25]. Vastupidises suhtarvude tasakaalus tuleb aga suurendada reinvesteeringimismäära, ehkki see mõjutab aktsiahinda pigem negatiivselt, või suurendada aktsia- või osakapitali, ehkki see võib

vähendada kasumit aktsia kohta [42]. Teised alternatiivid on ka aktiivsem finantsvõimendus ja tasuvusmarginaali kasvatamine koos varade käibesageduse suurendamisega, kasvõi *outsource* i teel [*Ibid.*].

Mis puutub valdus- ja kindlustusfirmadesse, on see, kas arvutada tegelikku kasvu müügitulu põhjal või kogutulu põhjal, ent kuna koos müügituludega kasvavad üldiselt ka investeerimistulud, mitte ehk alati samaväärselt, aga siiski korrelatiivselt ja enam-vähem samas suurusjärgus, siis ei ole vajadust asendada tegeliku kasvu suhtarvus müügitulu kogutuluga. Konsolideeritud näitajate puhul aga tekib paratamatult küsimus, kuivõrd hästi tõlgendatavate suhtarvudega on tegemist, sest detailide asemel on näha vaid suurt üldpilti, kuid kuna üldpildi parandamiseks peab alustama detailist, mida väline infotarbija ei pruugi teada, siis on keeruline otsustada, näiteks kas valdusfirma ise maksab liiga vähe/palju dividende või teevad seda tema tütarettevõtted. Ehkki, kui aruandes kajastub valdusfirma mittekonsolideeritud aruanne, saab seda eristada, ent siiski jääb tütar-ettevõttesse puutuvate näitajate väljaselgitamine ajamahukaks tööks. Valdusfirma aruande lugejana jääbki alles võimalus jälgida trendi, kõrvutamist sarnase tegevusala ettevõtetega (negatiivne tegelik kasv tingitud üleüldisest majandusharu langusest) ning suhtarvude tulemuste võrdlust teiste suhtarvudega, näiteks kui tegelik kasv on kõrgem jätkusuutlikust, siis millised on reinvesteeringud kasumi, varade käibesageduse, finantsvõimenduse ja tasuvusmarginaali trendijooned ja väärtused ettevõtte kontekstis.

Järgmisel leheküljel joonisel nr 17 on kõrvutatud oranžis tegelik kasv/langus ning rohelises jätkusuutlik kasv ja iga ettevõtte kohta eraldi, hilisemast aastast alates, mil suhtarvude arvutamine võimalik. LUK-i ja GEICO tegelikud kasvud on osati täpilise mustriaga, st et need ei mahtunud joonisele, olles vastavalt 1266% ja -82%. BRK on aasta-aastalt jätkusuutliku ja tegeliku kasvu suhet tasakaalustanud ning 2014. aastaks need võrdsustanud, st et 100%-line reinvesteeringumäär oli senini end õigustanud, ent järgnevatel aastatel tuleb jälgida, kas tegelik kasvu langustrend jätkub. Kui eeldada, et BRK-i üldkoosolek 2016. aastal ei otsusta enam 2015. aasta kasumist dividende erakorraliselt jaotada, siis 2015. aasta näitajad on BRK-i jaoks juba probleemsemad, näidates 10% jätkusuutliku kasvu juures vaid 5% tegelikku kasvu.



Joonis 17. Jätkusuutlik ning tegelik kasv ettevõtete ja aastate lõikes 2012–2014

Allikas: [3–2012:28–29; 2014:48–49; 2015:37–38], [5:35], [11–2012:87, 89; 2014:92, 94; 2015:177, 179], [13:f-2–f-3], [37:4]; autori arvutused

Tütarettevõttel GEICO-l oli aga juba aastaid jätkusuutlik kasv tegelikust kordades suurem, ent 2014. aasta märkimisväärne langus omas nähtavasti osalist mõju ka BRK-i tegeliku kasvu langusele. Samas oli alapeatükis 3.3. näha GEICO omakapitali puhasrentaabluse langus 8%-le, mistõttu 2015. aasta pealt on teada, et isegi kui ei otsustata dividendide jaotada, siis tegelik kasv on suurem jätkusuutlikust. Eelneva tõttu ei ole ka GEICO suhtes võimalik kindlat arvamusepositsiooni võtta, kuivõrd trend näitab muutust. ALL-i ja LUK-i suhtarvud on teineteise suhtes risti vastupidi, ent ALL-i puhul dividendide jaotamine on end õigustanud, LUK-i puhul mitte, ent LUK on iseloomulik näide kasvavatele firmadele.

Tulu töötaja kohta

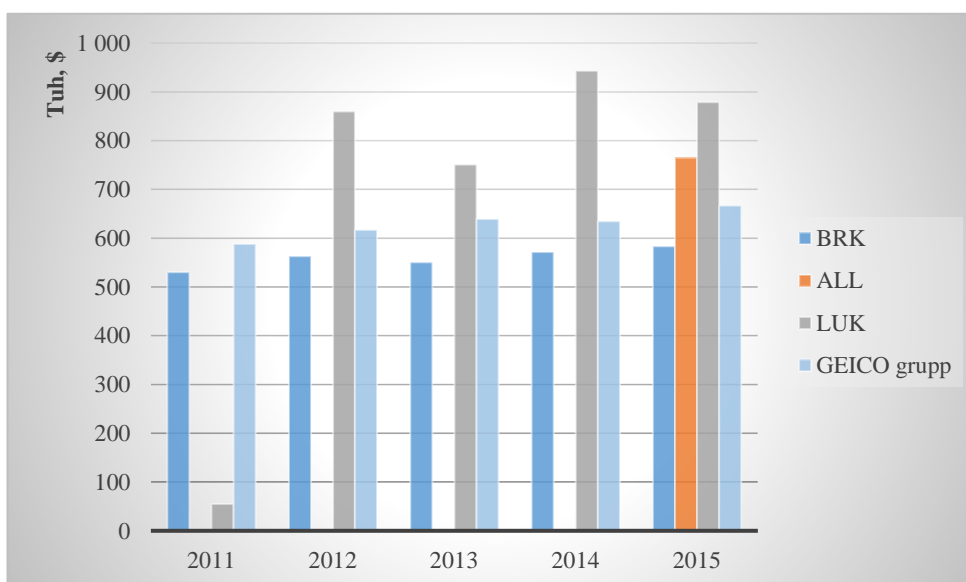
Tulu töötaja kohta on üks efektiivsetest võimalustest võrrelda aastate trendide ja ettevõtete lõikes konkreetseid summasid, mida üks töötaja ettevõttesse keskeltläbi sisse toob. Alternatiivina võib kalkuleerida ka kasumit töötaja kohta ning palgakulu ja müügitulu suhte, ent tulu töötaja kohta leitakse järgmiselt

$$tulu\ töötaja\ kohta = \frac{tulu}{töötajate\ arv} \quad (11)$$

kusjuures, mida kõrgem näitaja, seda parem, ent mitte alati, kuivõrd olukorras, kus firma ostab teenust väljast poolt või n-ö OÜ-tab, ei ole suhtarv õiglane, seetõttu tuleb arvestada, et sektoriti on näitajad loomupoolest erinevad [43:176]. Tegevusharude erinevus kehtib ka NG Investeeringud OÜ-s, sest tuleb arvestada, et oodatavalt on Kaubamaja Grupis Selveri toidupoodide kettide tulu

töötajate kohta ehk suurem kui samas grupis oleval Viking Security AS-il, kes pakub mehitatud turvateenuseid. Teisalt, kui näitaja ei ole vähemalt kahekordne riigis kehtivast keskmisest palgast või katab vaevu palga- ja seonduvate maksude kulu, ei ole ettevõttelt oodata häid rentaablusnäitajaid, vaid pigem probleeme [*Ibid.*].

Valdusfirmasiseselt on mõistetavalt eri tütarettevõtete näitajad erinevad, ent konsolideerituna teiste valdusfirmadega võrreldes on võimalik siiski üldisi järeldusi teha. Veel paremini saab analüüsi segmentide lõikes läbi viia, võttes näiteks kindlustussektori tulud jagatuna kindlustustöötajatega jne teiste segmentidega, leidmaks valdusfirmasiseselt selles käsitluses parima segmenti. BRK-i tütarettevõtete rohkuse tõttu ja ajamahuka kalkulatsiooni vältimiseks vaatas töö koostaja BRK-i tervikuna teiste ettevõtetega võrdluses ning seekord kogu GEICO grupiga võrdluses (vt Joonis 18), kusjuures ALL-i puhul ei olnud võimalik töötajate arvu neljal esimesel aastal tuvastada, mistõttu tema näitaja on võrdluses vaid 2015. aastal.



Joonis 18. Tulu töötaja kohta ettevõtete ja aastate lõikes

Allikas: [3–2011:101, 2012:29, 67, 106; 2013:111; 2014:49, 88, 125; 2015:38, 77, 115], [11–2012:87; 2014:92; 2015:177], [13:f-3, 2011–2012:5, 2013–2015:1], [44]; autori arvutused

Üllatuslikult on kõige parema suhtarvuga viimastel aastatel esinenud LUK, kellel pärast veiseliha töötlemise tegeleva tütarettevõtte peaaegu 80% osaluse [13–2012:5] ostu tõusid tulud märkimisväärselt. Kuivõrd antud tütarettevõttes ei ole tegemist niivõrd tööjõukeskse kui masinakeskse tootmise, töötlemise ja pakendamisega, siis sellest tingituna on LUK-i tulu töötaja kohta ehk suurem kui kindlustusettevõtetel, kus masinad inimese tööd nii suurel määral ära ei tee. GEICO grupp on aga sarnaselt BRK-iga peaaegu igal aastal oma suhtarvu parandanud, aga seda kiiremini kui BRK. Mõneti üllatav on BRK-i kõige väiksem suhtarv teistega võrreldes, sest ALL on vaid kindlustuse-

ga juba parema suhtarvuga ning BRK-i tööstus- ja transpordisektoris peaks samuti tööjukesksus olema asendatud masinakeskse äritegevusega, mis omakorda tähendaks suuremat tulu töötaja kohta.

3.5. Aktsiate väärtusnäitajad

Price/Revenue suhtarv

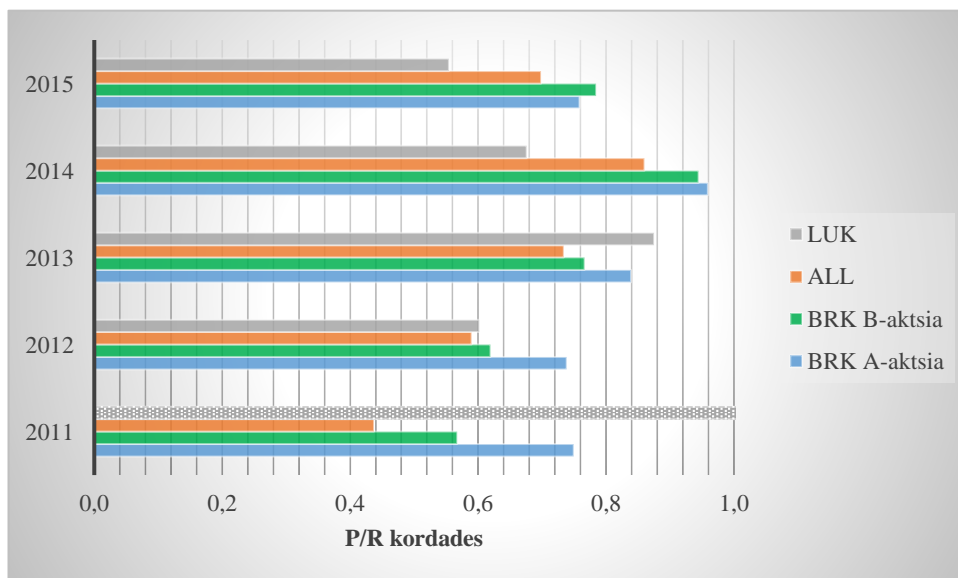
Price/Revenue (P/R) suhtarv on sellest ehk tuntuma *Price/Earnings* (P/E) suhtarvu n-ö sugulane. Võrreldes P/E-ga on P/R aga vähem manipuleeritav majandusüksuse arvestuspõhimõtetega ning ühtlasi, kuna tulud on enamasti stabiilsemad kui kasum, siis on suhtarv võimekam ka tsükliliste ettevõtete aktsiate hindamisel [45]. Näitaja ise leitakse aga seostest

$$P/R \text{ suhtarv} = \frac{\text{aktsia turuhind maj. aasta lõpus}}{\text{tulu aktsia kohta}} = \frac{\text{turukapitalisatsioon}}{\text{kogutulu}} \quad (12)$$

kusjuures suhtarvul „rusikareegel“ puudub, sest vastavalt ettevõtete kontekstile, s.o tegevusala, majanduskliima, kasvav või küps organisatsioon, on suhtarvul ka erinev mõõde. Nii võib olla toidupoe keti P/R väike, kuivõrd marginaalid on neil väiksemad, ning meditsiiniseadmete tootjate P/R taaskord paremate marginaalide tõttu suurem, ning samasugune suhtarvu väärtus toidupoe jaoks tähendaks kallist, ent meditsiiniettevõtte puhul odavat aktsia ostu [*Ibid.*].

Valdusfirmade spetsiifikasse laskudes peab möönma, et kuivõrd olukorrad on erinevad, mil on tütarettevõtted börsil või millal on valdusfirma ise börsil, vastavalt siis näiteks NG Investeeringud OÜ-u Kaubamaja Grupp ja BRK, siis käesolevat suhtarvu on võimalik käsitleda vaid börsi-ettevõtete kontekstis, mistõttu mida homogeensemate tütarettevõtetega börsi-ettevõttest valdusfirmaga on tegemist, seda kergem on suhtarvu analüüsida, ent mida mitmekesisatuma äritegevusega valdusfirma tütarettevõtted tegelevad, seda volatiilsem ja keerulisemalt tõlgendatavam on ka suhtarv ise. Kasvõi niiviisi mõeldes, et kas on raskem hinnastada vaid kaubandusettevõtte aktsiat või kindlustus-, tööstus-, transpordi- ja finantssektoris tegeleva firma aktsiat, on selge, et esimene variant on lihtsam. Seetõttu on eriti oluline, et aktsiaostuga kaasnev finantsanalüüs ei toetuks vaid P/R ja P/E suhtarvudele. Investorina on valdusfirmade P/R analüüsil kasu ehk trendijoone jälgimises koos äritegevuses toimunud muutuste ja dividendipoliitikaga, sest 100%-lise reinvesteermismääraga BRK-i puhul suureneb suhtarv tulude samaks jäädes ikkagi tänu aktsiahinna kallinemisele väärtusinvesteeringu põhjal.

Joonisel nr 19 nähtub vastuolu BRK-i A- ja B-klassi suhtarvude osas, kuivõrd sama ettevõtte puhul oli B-aktsia suhtarv kuni 2015. aastani alati madalam, ent seda seetõttu, et B-klassi aktsiale tehti 2010. aasta alguses tükeldus (*split*) suhtega 50:1 [7], mistõttu vähemalt joonist interpreteerides võib öelda, et B-aktsia veel otsis oma õiget hinda/taastus kuni 2015. aastani, mis on võrdlemisi pikk aeg. Eelnev tähendab aga ka seda, et 2011. aastast kuni 2014. aastani oli targem investeerida B-aktsiatesse, kuivõrd nende P/R suhtarv oli A-aktsiatest väiksem, st B-klassi investor pidi maksma iga BRK-i genereeritud tulu kohta vähem kui A-klassi investor.



Joonis 19. P/R suhtarv ettevõtete ja aastate lõikes

Allikas: [3–2012:29; 2014:49; 2015:38], [6], [7], [10], [11–2012:87; 2014:92; 2015:177], [13:f-3–f-4], [14]; autori arvutused

Ühtlasi on BRK-i suhtarv tervikuna nii 2012. aastal kui ka viimased kaks käsitletavat aastat olnud kõige kõrgem konkurentidega võrdluses, seda ehk märkimisväärsete aktsiahinna tõusude ja paremate marginaalide tõttu. Samas ei ole suhtarvud ühelgi aastal n-ö ülehinnatud (v.a LUK-i 2011. aasta 8,41 korda), mis näitab, et aktsiahind ei ole nõudnud investoritelt valdusfirmade ühe tulu dollari kohta üle dollari rohkem investeerimist, mis ausalt öeldes on autori jaoks üllatav, kuivõrd autor arvas, et P/R tulemused on oodatavalt üle 1 korra, kuna investorid ootavad veel lisakasvu, mis käsitletavate valdusfirmade puhul on tavaline.

Väärtuse kindlaksmääramine

Järgnevalt kasutab töö koostaja Warren Buffetti meetodit konservatiivselt ettevõtte sisemise väärtuse hindamiseks ning vastavalt selle võrdlemiseks börsihindadega. Kui tavaliselt kasutatakse väärtuse leidmiseks diskonteeritud rahavoogude mudelit, siis Buffett eelistab rahakäibe asemel omanikutulu, kuna rahavood on sobivad nende ettevõtete hindamiseks, millel on mahukad

investeeringud algusfaasis, kuid tootmisettevõtteid, mis vajavad pidevaid kapitalipaigutusi, ei saa vaid rahakäibe toel õiglaselt hinnata [4:104]. Väärtus määratakse kindlaks aga järgneval moel

$$\text{sisemine väärtus} = \frac{\text{omanikutulu}}{\text{diskontomäär}} \quad (13)$$

ning murru lugejas olev omanikutulu omakorda viisil

$$\begin{aligned} \text{omanikutulu} = & \text{puhastulu} + \\ & + \text{kulum} - \text{oodatavad kapitalikulutused ja lisakäibekapital} \end{aligned} \quad (14)$$

kusjuures diskontomäärana kasutab Buffett USA valitsuse pikaajalise võlakirja määra ning kui need on madalad, lisab ta riskivabale määrale paar protsendipunkti [*Ibid.*,:108–109].

Kuivõrd ettevõtete väärtust ei leita vaid investeerimise kontekstis, kuid ka valdusfirmade konsolideerimata aruannetes, kui tütar- ja sidusettevõtteid kajastatakse õiglase väärtuse meetodil, siis omaette takistuskivi on väärtuse õigsuses veendumine ka audiitoritele. Kui soovida kasutada omanikutulu määramisel ka oodatavaid kasvumäärasid, siis valdusfirmade puhul oleks see isenesest n-ö *must*, kui majandusaasta aruannetes on viidatud tulevastele plaanidele kasvamise osas. Valdusfirmade kasvumäära aga välise infotarbijana on suhteliselt raske määrata, võttes näiteks LUK-i, kelle juhid ka aastaaruandes viitasid pidevatele muutustele ning kelle majandusnäitajad ongi aastast aastasse üpris volatiilsed ja ootamatud. Samas BRK 2015. aasta aruanne ei viidanud märkimisväärsete kasvumäärade ootustele ning peegeldas pigem seda, kui raske on jätkuvalt head kasvu pakkuvaid investeeringuid leida, tõestust lisab ka BRK-i 2016. aasta kolmanda kvartali aruanne.

2015. aasta BRK-i omanikutulu oli laias laastus 33,8 mld \$, mida diskonteerides USA valitsuse 2016. aasta novembri lõpu 20-aastase võlakirja tulususega 3% [46], millele lisame madalate määrade tõttu veel 4%, kokku 7%-iga jagades, võib BRK-i sisemine väärtus jääda 483 mld \$ piirile, mis teeb A-aktsia õiglaseks hinnaks pea 294 tuhat dollarit, B-aktsiale vastavalt 1:1500 suhtele 196 dollarit. 2016. a detsembri alguses kaupleb B-aktsia aga börsil 160 dollariga [7] ning A-aktsia 239 760 dollariga [6], st pea 8,5%-lise diskontomääraga, mis USA valitsuse pikaajalise võlakirja tootlust arvestades on konservatiivne ning ehk märk sellest, et BRK võib olla tänavu alahinnatud USA börsil. ALL-iga on sarnased lood: omanikutulu jäi 2015. aastal 2,5 mld dollari piirile, mida sarnaselt BRK-iga diskonteerides tähendab sisemiseks väärtuseks pea 36 mld dollarit ehk 97 dollarit aktsia kohta. ALL-i aktsia kaupleb samuti tänavu alla sisemise väärtuse isegi ilma kasvumäära arvestamata – 70 dollariga [10]. Samas börsiturg ei hindagi ettevõtete väärtust, vaid seal luuakse üksmeel prognoositava kasumi suuruse osas [40:20], st börs ei ole efektiivne.

3.6. Järeldused ja ettepanekud

Vertikaal- ja horisontaalanalüüsi tulemused vastavad alltoodule.

- Vertikaalanalüüsil lasub tasakaalustamise oht, st ühe tütaretevõtte oluline käibevara osatähtsus võib balansseerida teise tütaretevõtte olulise põhivara osatähtsuse. Eelnevast tingituna võib olla asjakohane võrrelda rentaablus- ja tasuvussuhtarve vertikaalanalüüsi tulemustega – kui varade tasuvus on madal, ent vertikaalanalüüs ei osuta põhivarale märkimisväärset osakaalu, peaks kaaluma aruandele olulist mõju avaldavate tütaretevõtete eraldi analüüsi. Viies vertikaalanalüüsi läbi kasumiaruandel, tasub võimalusel analüüsida valdusfirmasid eraldi segmenditi, kuivõrd seeläbi leitakse kõige tasuvamad tegevusvaldkonnad, millele valdusfirma tulevikus ehk rohkem ressursse peab suunama. BRK-i puhul on finantsteenuste segment kõige väiksema osatähtsusega valdusfirma portfellis, ehkki tegemist on kõige kõrgemat marginaali näitava tegevusvaldkonnaga.
- Arvestades et valdusfirma konsolideeritud aruande puhul on kasvud ja vähenemised mõnel määral tingitud äriühenduste soetuste või müümiste tõttu, pole horisontaalanalüüs piisav märkimisväärsete trendide hindamiseks. Nii seetõttu kui ka konsolideerimise olemuse pärast ei ole aruannete kasutajale müügitulu ja varade kasvutempo võrdlus ning kõige kiiremini tõusnud varade katteallikate tuvastamine sihile viiv. Siinkohal on oluline viia läbi vertikaalanalüüs, mis osaliselt aitab maandada horisontaalanalüüsi riske, kuivõrd toimib osatähtsuste, mitte reaalarvude põhiselt. Teisalt on aruannete lisades olulisemad müügid ja soetused avalikustatud ning ühtlasi annavad ka firmaväärtuse trendijoon ja segmendiaruandlus oma osa horisontaalanalüüsi adekvaatseks tõlgendamiseks, mistõttu ei saa horisontaalanalüüsi ka kõrvale jätta.

Suhtarvuanalüüsi tulemused on aga järgnevad.

- Valdusfirmade suhtarvuanalüüsil võimenduvad suhtarvude nõrgad küljed, kuivõrd bilansipäev on BRK-i puhul mõjutatud nii kaubanduse jõulu- ja aastalõpu hooajast kui kindlustus-tütaretevõtete suurenenum kahjunõuetest tingituna talvistest ilmaoludest. Siinkohal kerkib üles ka küsimus, millise valdkonna keskmistega näitajaid kõrvutada. Taaskord tasub omakapitali kirjeid mittehõlmavate suhtarvude puhul leida võrdlusmomente segmenditi, viia läbi analüüs kuude/kvartalite lõikes ning tugineda rahakäibe aruandele.
- Valdusfirma ja tütaretevõtja näitajad mõistagi erinevad suhtarvuti, ent sagedasti järgivad kattuvat trendijoont ning sõltuvalt tütaretevõtte kirjete osakaalust valdusfirma bilansis, pole ühe tütaretevõtte suhtarvu tõsine langus ühel aastal ohuks emattevõtte baasnäitajale. Lisaks on valdusfirma suhtarvud pigem stabiilsemad kui tütaretevõtetel, ent mida rohkem detailidesse laskuda valdusfirmasiseselt, sh tegevusvaldkonniti, seda muutuvamaks näitajad lähevad, nagu BRK-i puhul kindlustusvaldkonna suhtarvude puhul.
- Piiratud ulatusega on valdusfirmade maksevõimelisuse näitajad, mis ei luba näha käibekapitali juhtimises probleeme ettevõtteskeskselt. Sel põhjusel ei võrrelda keskmist laekumisa ja tasumisperioodi, maksevalmidust ega lühiajalist raharinglust, sellest hoolimata viitab konsolideeritud negatiivne puhaskäibekapital otsustavale probleemile, mida valdusfirmade olemus enam ei mõjuta. Järjekordselt saab seda puudust tasakaalustada rentaablus- ja aktsiate väärtusnäitajate võrdlemisega ning rahavoogude aruandele keskendumisega. Sarnase äritegevusega tegelevate tütaretevõtete puhul tasub andmete olemasolul valdusfirmat siinkohal analüüsida *multi-activity* DEA mudeli põhjal, mis lubab tütaretevõtete tulemuslikkust eraldi hinnata tõhususskoori põhjal.

- Kui üldiselt pakuvad valdusfirmade suhtarvud teatavat stabiilsust, siis kasumi kvaliteedimäär on märkimisväärselt kõikumv aastast aastasse. Osaliselt on see tingitud kindlustuse eripärast, kuivõrd kasumiaruandes kajastuvad teenitud preemiad, mitte reaalse rahaliikumisega seonduvad kindlustuspreemiad, ning jälgima peab, kas saadud dividende kajastatakse äri- või investeerimistegevuse alajaotises. Oma roll on siin ka valdusfirmade spetsiifikal, sh äriühendustel – nende soetustel-müükidel.
- Kuivõrd jätkusuutliku ja tegeliku kasvu võrdlus on pigem ettevõtteskeskne, siis konsolideeritud näitajate põhjal nende suhtarvude leidmine võimaldab näha ehk üldist pilti, kuid ei võimalda põhjapanevamaid järeldusi ja ettepanekuid esitada ilma laiemapõhjalise analüüsita. Investoril tasub siiski jälgida trendi, kõrvutada tegevusharuga võimaliku üleüldise turulanguse elimineerimiseks ja kombineerida suhtarve, kuivõrd nii varade käibesagedus, re-investeeringud kasum, finantsvõimendus ja tasuvusmarginaal on jätkusuutliku kasvu komponendid.
- Valdusfirmade investorite jaoks on ülioluline kasutada mitmekesiseid suhtarve lisaks P/R ja P/E-le ning jälgida nende trende koos äritegevuses toimunud muutuste ja dividendipoliitikaga, sest mida mitmekesisemasse äritegevusse valdusfirma tütarettevõtteid on n-õ segatud, seda keerulisemalt tõlgendatavad ja kõikumavamad on aktsiapõhised väärtusnäitajad, seepärast et kergem on hinnastada ühes sektoris tegeleva ettevõtte aktsiat kui mitmes sektoris tegeleva firma aktsiat.
- Investorit huvitab valdusfirmasse investeerimisel, kuis too tervikuna suudab tema investeeritud rahaühikule kasumit toota, mistõttu rentaablusnäitajate erinevused tütarettevõtete vahel ei mängi olulist rolli välisele huvitatud osapoolle. Seega on nii ROE, OpROE, ROA kui ka arvestatava intressikandvate kohustuste korral investeeritud kapitali tootlus valdusfirmade analüüsil igati põhjendatud ja otsustamisel vajalikud.

BRK-i puudutavad järeldused on alltoodud viimasena.

- Ehkki BRK-i tulude kasvutempo oli vaadeldaval perioodil kiirem kui varade kasvutempo, moodustavad BRK-i varad tugevasti üle poole tuludest, st varad ei ole efektiivselt kasutatud ei segmenti ega tervikuna. Mõistagi tasuvad suuremahulised kapitalipaigutused BRK-i tööstus- ja transpordisektoris pikema aja jooksul ning kindlustusettevõtjad on sunnitud likviidsuse kaalutlustel rahareserve hoidma, ent samamoodi on oluline preemiate reservi võimalikult tasuvalt investeerida. Tütarettevõtjatest kindlustusettevõtteid kasutavad küll bilansi järgi tänu SAP raamistiku põhivara kapitaliseerimisreeglitele oma varasid efektiivselt, ent raamistikuüleselt tuleb vertikaalanalüüsil jälgida, kas BRK hakkab väärtust mittelooivate varade mahtu vähendama, ning ka ROA trendijoonet mõju ROE-le.
- BRK-i seotud omakapitali osatähtsus on langenud viie aasta jooksul märgatavalt, sh ülekursi osakaal pea 10%-lt 6,5%-ni ning aktsiakapital on püsinud 0,002–0,001% ringis läbi aastate, mistõttu jätkusuutlikkus võib olla ohus, kui otsustatakse jaotamata kasumit dividendidena välja maksta, kuivõrd tegelik kasv oli 2015. aastaks juba väiksem kui jätkusuutlik ning juhtkond on peagi vahetumas. Autori arvates on BRK-i jaoks variant läbi viia fondiemissioon ning ühtlasi tasub investoritel kindlasti jälgida omakapitali muutuste aruannet lähiaastatel. Omaette küsimus on see, kuis on olukord ilma konsolideerimata, kuivõrd konsolideerimise olemuse tõttu BRK elimineerib varadest investeeringud tütarettevõttesse ning omakapitali jääb vaid BRK-i enda aktsiakapital koos tütarettevõtete kasumitega.
- Kindlustusvaldkonnas viitab madal kulusuhe BRK-i jaoks kõrgemale kahjusuhetele, ent need kombineerituna on hoidnud BRK-i läbi aastate parimal kohal nii keskmise ja ALL-iga võrdluses, kuid ALL on eelneva suhtes julgeid edusamme tegemas ning BRK eristub ainult kindlustusmarginaali poolest, st kui BRK-i investeerimisvõimekus väheneb, mis võib kaas-

neda Buffetti ja Charlie Mungeri pensionile jäämisel, väheneb BRK-i kindlustusettevõtetele sellega seonduv konkurentsieelis.

- BRK-i puhul tasub jälgida, kas tegeliku kasvu langustrend kestab edasi ja jääbki alla jätkusuutlikule, ning mida BRK selles osas peale hakkab, kui hakkab, sest kindel on see, et konglomeraatidel on komplitseeritum tasuvat kasvuvõimalust leida. Autor kahtleb, kas Buffetti ja Mungeri juhtimise all dividendipoliitikat muudetakse, ent pigem jätkatakse tresooraktsiate tagasiostuga. Samas pärast direktsiooni vahetust võidakse ka dividende jaotada olukorras, kus tegelik kasv jääb kõigest hoolimata jätkusuutlikust madalamaks.
- Kui BRK suudaks omakapitali rentaablust paar protsenti kasvatada 2016. aastal, siis võttes arvesse nende finantsanalüüsi tulemusi ja ligikaudset sisemist väärtust, on BRK-i B-aktsia börsil alahinnatud ca 36 dollari ning A-aktsia 54 240 dollari võrra, mistõttu on ostusoovitus kõigiti asjakohane. Tehniline analüüs aitab siinkohal tehingut ajastada, kuid alati võib lootused panna ka majanduslangusele, mis aktsia hinna veelgi odavamaks teeb ning tugevamagi turvavaru investorile jätab.

KOKKUVÕTE

Defineerimata äriseadustikus, piiritletakse valdusfirmasid eri amet- ja valdkondades erinevalt. Ometi kätkevad valdusfirmad endas nii kulu-, juhtimis- ja maksueeliseid ning on eelkõige efektiivsed riskijuhtijad ja investeerimisvahendid. Millisesse olukorda satuvad aga potentsiaalsed valdusfirmade investorid, kellel enam tavapäraest aktsiate väärtus- ja rentaablusnäitajatest ehk ei piisa, ning eriti investorid, kelle huviobjektiks on *Berkshire Hathaway* – Warren Buffetti suurvaldusfirma 89 tütaretevõttega kindlustusäridest tuuleenergia ja pulgakommide tootmiseni välja.

Käesolevas lõputöös viidi läbi *Berkshire Hathaway Incorporationi* raamatupidamisaruannete horisontaal-, vertikaal- ja suhtarvuanalüüs konkurentide ning tema tütaretevõtte GEICO näitajatega võrdluses. Eesmärgiks oli piiritleda valdusfirmade finantsanalüüsi võimalusi koos probleemidega, pakkudes viimastele lahendusi kirjeldatud teooria ja läbiviidud praktika põhjal. Eelnimetatud sihi täitmiseks käsitles töö koostaja põhjalikult nii *Berkshire Hathaway*'d kui ka tema konkurente, valdusfirmade üldisi eeliseid ja puuduseid ning täpsustas analüüsi eeldusena *Berkshire Hathaway* kindlustusvaldkonnas tegutsevate tütaretevõtete raamatupidamise eripärad. Samuti ei puudunud tööst finantsanalüüsi teooria, mida seoti valdusfirmade spetsiifikaga ning praktiseeriti BRK viie majandusaasta aruande peal, jõudes otsustavate tulemusteni. Lõpptulemusena saab välja tuua järgnevad kõige olulisemad järeldused ja ettepanekud.

1. Võimalused

- Kasumiaruande vertikaalanalüüsil tasub võimalusel analüüsida valdusfirmasid eraldi tegevusvaldkonniti, selgitamaks välja kõige tasuvamad ärisegmendid, millele ehk ettevõtte tulevikus rohkem tähelepanu peab pöörama. BRK-i puhul on kõige parema marginaaliga segment finantsteenused, mis on aga valdusfirma portfellis kõige väiksema osatähtsusega.
- Ehkki rentaablusnäitajad on tütaretevõtte eri erinevad, siis investorit huvitabki valdusfirmasse investeerimisel, kuis too tervikuna suudab tema investeeritud rahaühikule kasumit toota, ning kui tasuvalt varasid kasutatakse, mistõttu nii ROE, OpROE, ROA kui ka arvestatava intressikandvate kohustuste korral investeeritud kapitali tootlus on valdusfirmade investorite analüüsi n-ö *must do* nimekirjas.

2. Probleemid ja lahendused

- Horisontaalanalüüs pole piisav hindamaks aruannete kirjade märkimisväärseid trende, kuivõrd valdusfirma konsolideeritud aruande puhul on tõusud ja langused osaliselt tingitud äriühenduste lisandumise või lõpetamise tõttu. Nii eelneva kui ka konsolideerimise olemuse pärast ei ole ka kõige kiiremini kasvanud varade katteallikate ning müügitulu ja varade kasvutempo võrdlus

sihile viiv. Siinkohal on oluline tutvuda aastaaruannete lisas kirjeldatud soetuste ja müükidega, jälgida firmaväärtuse trendijoont, kasutada segmendiaruandlust valdkonnaspetsiifiliste probleemide tuvastamiseks ning viia läbi vertikaalanalüüs, kuna see kompenseerib osaliselt horisontaalanalüüsi puudujääke, tuues välja riskid vastavalt osatähtsuste, mitte reaalarvude langustele ja tõusudele.

– Vertikaalanalüüsis võivad erinevate tütarettevõtete kirjed end tasakaalustada, st ühe tütar-ettevõtte märkimisväärne põhivara osakaal balansseerib teise tütar-ettevõtte märkimisväärse käibevara osatähtsuse. Tasub kõrvutada rentaablus- ja tasuvussuhtarve vertikaalanalüüsi tulemustega, näiteks kui varade tasuvus langeb, ent vertikaalanalüüsi järgi ei ole põhivara osatähtsus oluline, võiks kaaluda aruandele olulist mõju avaldavate suurtütar-ettevõtjate eraldi analüüsi.

– Valdusfirmade puhul suhtarvuanalüüsil kehtivad piirangud võimenduvad, st bilansipäev võib olla mõjutatud nii jaekaubanduse jõulu- ja aastalõpu hooajast kui ka lumistest ilmaoludest tingituna suurenenud kahjunõuetest kindlustusärides. Samuti on mitmekesisistatud äritegevusi omavate valdusfirmade puhul keerulisem leida võrdlusmomente valdkonna keskmistega. Taaskord tasub tegevusharu keskmisi võrrelda segmenditi, ehkki omakapitali kirjeid nõudvaid suhtarve sel viisil leida ei saa, ning võimalusel analüüsida valdusfirmat ka kuude/kvartalite lõikes ja rahavoogude aruande põhjal.

– Piiratud tõlgendatavusega on valdusfirmade likviidsusnäitajad, mis ei võimalda näha käibekapitali juhtimises probleeme ettevõtteskeskselt. Seetõttu pole kohane võrrelda ei keskmist laekumis- ja tasumisperioodi, maksevalmidust ega lühiajalist raharinglust, ehkki kui juba konsolideerituna on puhaskäibekapital negatiivne, on tegemist otsustava probleemiga, mida valdusfirmade olemus enam ei mõjuta. Jällegi saab seda nõrkust kompenseerida rentaablus- ja aktsiapõhiste väärtusnäitajate kõrvutamise ja rahavoogude aruandele keskendumisega. Homogeensete tütar-ettevõtete puhul tasub info olemasolul valdusfirmat siinkohal analüüsida *multi-activity* DEA mudelit kasutades, mis võimaldab tütar-ettevõtete tulemuslikkust eraldi hinnata tõhususskoori põhjal.

– Mida mitmekesisistatuma äritegevusega valdusfirma tütar-ettevõtted tegelevad, seda volatiilsemad ja keerulisemalt tõlgendatavad on aktsiate väärtusnäitajad, kuivõrd raskem on hinnastada kindlustus-, tööstus-, transpordi- ja finantssektoris tegeleva firma aktsiat kui kaubandusettevõtte aktsiat, mistõttu investorite jaoks on oluline kasutada mitmekesiseid suhtarve lisaks P/R ja P/E-le ning jälgida nende trende koos äritegevuses toimunud muutuste ja dividendipoliitikaga.

3. Muud järeldused ja ettepanekud

– Kindlustussegmentis tähendab madal kulusuhe BRK-i jaoks kõrgemat kahjusuhet, ent need kombineerituna on hoidnud BRK-i läbi aastate parimal positsioonil nii keskmise ja ALL-iga võrdluses, ent ALL on eelneva suhtes n-ö kannale astumas ning BRK on julgelt tugevam ainult kindlustusmarginaali poolest, st kui BRK-i investeerimisvõimekus väheneb, mis võib juhtuda Buffetti ja Charlie Mungeri igapäevajuhtimisest kõrvale jäämisel, väheneb BRK-i kindlustus-ettevõtetel sellega seonduv konkurentsieelis.

– BRK-i investoritel tasub hoida silma peal, kas tegeliku kasvu langustrend jätkub ja jääbki väiksemaks jätkusuutlikust, ning mida BRK selles osas ette võtab, kui võtab, sest selge on see, et suurkorporatsioonidel on keerulisem tasuvat kasvuvõimalust leida. Töö koostaja kahtleb, kas Buffetti ja Mungeri juhtimise all dividende maksma hakatakse, ent pigem jätkatakse omaaktsiate tagasiostuga. Samas pärast juhtkonna vahetust võib ka dividendipoliitika muutuda olukorras, kus tegelik kasv jääb siiski jätkusuutlikust väiksemaks.

– Kui BRK suudaks ROE-d tõsta 2016. aastal, siis arvestades nende finantsanalüüsi tulemusi ja ligikaudset sisemist väärtust, on BRK-i aktsiad börsil alahinnatud, mistõttu on ostusoovitus igati asjakohane. Küsimus on ehk ajastamises, seega võib kasutada tehnilist analüüsi juurde või jääda

ootama suurt majanduslangust, mis aktsiahinna veelgi odavamaks teeb ning suuremgi turvavaru investorile jätab.

– Valdusfirma ja tütarettevõtja näitajad on suhtarvuti loomulikult erinevad, ent tihtipeale liiguvad sarnases trendijoones siiski ning olenevalt muidugi tütarettevõtte kirjete osatähtsusest valdusfirma bilansis, pole ühe tütarettevõtte suhtarvu kriitiline langus ühel aastal ohuks emettevõtte baasnäitajale. Lisaks on valdusfirma suhtarvud pigem stabiilsemad kui tütarettevõttel, ent mida rohkem spetsialiseeruda valdusfirmasiseselt, st segmenditi minna, seda vähem stabiilsemaks näitajad lähevad, nagu BRK-i puhul kindlustusvaldkonna suhtarvude puhul.

Edaspidist uurimist on väärt valdusfirmade käsitluses tingimata *multi-activity* DEA mudeli kasutamine homogeenseid tütarettevõtteid omavate valdusfirmade näitajate peal. Samuti on võimalik vaadelda rohkem laenukohustusega seonduvate toimimissuhtarvude temaatikat, sh finantsvõimendust, intressikulude kattekordajat, keskmist finantskulude määra, valdusfirmade puhul, kus laenukasutus on silmapaistvalt aktiivne/probleem. Kuivõrd käesolev töö on koostatud BRK-i põhjal tänu märkimisväärsele tütarettevõtete arvule, siis tulevased valdusfirmade analüüsi käsitlevad autorid võivad keskenduda ka Eesti kontekstis näiteks osäühingutele NG Investeeringud ja *Ambient Sound Investments*.

Järelduste ja ettepanekuteni on jõutud aga pea aasta möödumisel näitajate tegelikust bilansipäevast ja kujunemisest, seega tänaseks võivad olla suhtarvud juba muutunud ning järele jääb vaid entusiasm ja huvi, kuivõrd palju need paranenud või halvenenud on, sest börsiettevõtetena hoiab avalikkus neil põhjusega alati silma peal, nagu autor loodab, et lugeja sel lõputööl.

LÜHENDID

ALL – *The Allstate Corporation*

BRK – *Berkshire Hathaway Incorporation*

DEA – *data envelopment analysis*

EBT – *earnings before tax*

GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*

GEICO – *Government Employees Insurance Company*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

LUK – *Leucadia National Corporation*

NAIC – *The National Association of Insurance Commissioners*

NEP – *net earned premiums*

OpROE – *operating return on equity*

P/E – *price/earnings*

P/R – *price/revenue*

ROA – *return on assets*

ROE – *return on equity*

SAP – *Statutory Accounting Principles*

SWOT – *strengths, weaknesses, opportunities and threats*

S&P – *Standard & Poor's*

VIIDATUD KIRJANDUS

1. *Don't Buff it up.* (2016). — *The Economist*. [WWW] <http://www.economist.com/news/business/21704841-investing-hero-not-model-how-reform-america-economy-donut-buff-it-up> (25.08.2016).
2. *The post-Buffett world.* (2015). — *The Economist*. [WWW] <http://www.economist.com/news/business-books-quarterly/21638099-succession-biggest-challenge-post-buffett-world> (25.08.2016).
3. Berkshire Hathaway Inc. Annual Reports of 1995, 2011, 2012, 2013, 2014 and 2015.
4. **Hagstrom, G. R.** (2015). *Warren Buffetti edulugu*. (3.tr). Tallinn: AS Ajakirjade Kirjastus. 287 lk.
5. Federal Insurance Office, U.S. Department of the Treasury. Annual Report on the Insurance Industry. (September 2015). [On-line] https://www.treasury.gov/initiatives/fio/reports-and-notices/Documents/2015%20FIO%20Annual%20Report_Final.pdf (03.09.2016).
6. Berkshire Hathaway. Company Information. Quote. — NYSE. [WWW] <https://www.nyse.com/quote/XNYS:BRK.A> (01.12.2016).
7. Berkshire Hathaway Class B. Company Information. Quote. — NYSE. [WWW] <https://www.nyse.com/quote/XNYS:BRK.B> (01.12.2016).
8. Investor. Investor Toomas. — *Äripäev*. [WWW] http://investor.aripaev.ee/million_crowns.html?lang=est (11.11.2016).
9. About Allstate. — *Allstate Insurance Company*. [WWW] <https://www.allstate.com/about.aspx> (11.11.2016).
10. The Allstate Corporation. Company Information. — NYSE. [WWW] <https://www.nyse.com/quote/XNYS:ALL/company> (01.12.2016).
11. The Allstate Corporation Annual Reports of 2011, 2012, 2013, 2014 and 2015.
12. Leucadia National Corp. Full description. — *Reuters*. [WWW] <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=LUK> (11.11.2016).
13. Leucadia National Corporation Annual Reports of 2011, 2012, 2013, 2014 and 2015.
14. Leucadia National Corp. Company Information. — NYSE. [WWW] <https://www.nyse.com/quote/XNYS:LUK/company> (11.11.2016).

15. **Gaver, J. J., Pottier, W. S.** (2005). The role of holding company financial information in the insurer-rating process: evidence from the property-liability industry. — *The Journal of Risk and Insurance*. Vol. 72. No. 1. Pp 83–84. [On-line] <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.0022-4367.2005.00117.x/epdf> (17.09.2016).
16. **Gajewski, D.** (2013). The holding company as an instrument of companies' tax-financial policy formation. — *Contemporary Economics*. Vol. 7. No. 1. Pp 76–78. [On-line] <http://ce.vizja.pl/en/download-pdf/id/276> (24.09.2016).
17. **Kennon, A. J.** (2010). How a holding company works. [WWW] <http://www.joshuakennon.com/how-a-holding-company-works/> (24.09.2016).
18. Kindlustustegevuse seadus. Vastu võetud 10.06.2015. — RT I, 07.07.2015, 1. [WWW] <https://www.riigiteataja.ee/akt/107072015001?leiaKehtiv> (24.09.2016).
19. Tulumaksuseadus. Vastu võetud 15.12.1999. — RT I 1999, 101, 903 ... RT I, 04.05.2016, 11. [WWW] <https://www.riigiteataja.ee/akt/119112010007?leiaKehtiv> (24.09.2016).
20. **Jakob, T.** (oktoober 2016). Dividendide maksustamise kord muutub. — *Raamatupidamise Praktik*. Nr 108. Lk 27.
21. **Ficbauer, D., Režňáková, M.** (2014). Holding company and its performance. — *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. Vol. 62. No. 2. Pp 332–333. [On-line] https://acta.mendelu.cz/media/pdf/actaun_2014062020329.pdf (25.09.2016).
22. Baltic News Service. (2015). Riigi transpordiettevõtete valdusfirma alla viimine võtab ligi kaks aastat. — *Postimees*. [WWW] <http://majandus24.postimees.ee/3314579/riigi-transpordiettevotete-valdusfirma-alla-viimine-votab-ligi-kaks-aastat> (25.09.2016).
23. Advantages and disadvantages of holding company. — *Money Matters*. [WWW] <http://accountlearning.com/advantages-and-disadvantages-of-holding-company/> (25.09.2016).
24. NG Investeeringud kontsern. — *NG Investeeringud OÜ*. [WWW] <http://www.nginvest.ee/konstern> (01.10.2016).
25. **Rittenhouse, J. L.** (2010). *Buffett's Bites: The Essential Investor's Guide to Warren Buffett's Shareholder Letters*. USA: McGraw Hill Professional. 224 p.
26. American Express Company. Quote. — *NYSE*. [WWW] <https://www.nyse.com/quote/XNYS:AXP> (12.11.2016).
27. **Niitla, M.** (2016). Tallink, Viking Line ja Finnlines gruppide finantsanalüüs 2012–2014. (Ainetöö). TTÜ Tallinna Kolledž. Tallinn. 52 lk.
28. **Norton, D.** (2012). *The Executive's Guide to Financial Management: Improving Risk, Strategy, and Financial Performance*. (1st ed.). New York: Palgrave Macmillan. 448 p.
29. **Lermack, B. H.** (2003). Steps to a basic company financial analysis. — *Philadelphia University*. [WWW] http://faculty.philau.edu/lermackh/financial_analysis.htm (02.10.2016).
30. **Märtson, M.** (2016). Ettevõtte finants- ja juhtimisanalüüs (Mediabroker OÜ näitel). (Lõputöö). TTÜ Tallinna Kolledž. Tallinn. 78 lk.

31. **Zirnask, V.** (1997). *Kuidas börsil raha teha?* Tallinn: Baltic News Service. 64 lk.
32. **Ilisson, R.** (mai 2015). Finantsanalüüs ei ole matemaatiline harjutus. — *Raamatupidamise Praktik*. Nr 95. Lk 7, 9.
33. **Clark, A. R., Puccia, M.** (2009). Holding company analysis. — *Standard & Poor's Rating Services*. [On-line] https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?articleId=1493858&type=COMMENTS&subType=CRITERIA (22.10.2016).
34. **Õnnis, R.** (2013). Eesti reisikorraldusettevõtete suhteline maksejõulisus ja tegevuse tõhusus aastatel 2008–2011. (Bakalaureusetöö). TÜ majandusteaduskond. Tartu. 79 lk.
35. **Chao, C., Chen, M., Yu, M.** (2010). Measuring the performance of financial holding companies. — *The Service Industries Journal*. Vol. 30. No. 6. Pp 812–813. [On-line] <http://dx.doi.org/10.1080/02642060701849857> (23.10.2016).
36. Top 5 financial ratios: insurers. (2010). — *Intelligent Investor*. [WWW] <https://www.intelligentinvestor.com.au/top-5-financial-ratios-insurers> (29.10.2016).
37. Government Employees Insurance Company Annual Reports of 2011, 2012, 2013, 2014 and 2015.
38. If P&C Insurance Holding Ltd Annual Report of 2015. [On-line] <http://ar2015.sampo.com/en/group/businesses/if-p-c-insurance/?nav=slider&type=If+P%26C+Insurance> (29.10.2016).
39. The industry handbook: the insurance industry. — *Investopedia*. [WWW] <http://www.investopedia.com/features/industryhandbook/insurance.asp> (30.10.2016).
40. **Saario, S.** (2016). *Kuidas ma investeerin börsiaktiatesse*. (12. tr). Tallinn: AS Äripäev. 352 lk.
41. Reading and Analyzing Insurance Ratios. — *U.S. Business Reporter*. [WWW] http://www.activemedia-guide.com/busedu_insure.htm (30.10.2016).
42. Sustainable growth. — *Inc.* [WWW] <http://www.inc.com/encyclopedia/sustainable-growth.html> (03.11.2016).
43. **Vause, B.** (2009). *Guide to Analysing Companies*. (5th ed.). London: Profile Books Ltd. 336 p.
44. Fast facts. — *Allstate Insurance Company*. [WWW] <https://www.allstatenewsroom.com/about-allstate/fast-facts/> (04.11.2016).
45. Price/sales ratio. — *Morningstar, Inc.* [WWW] <http://news.morningstar.com/classroom2/course.asp?docId=143911&page=6&CN=sample> (04.11.2016).
46. Daily treasury long term rate data. — *U.S. Department of the Treasury*. [WWW] <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrate> (01.12.2016).

LISAD

Lisa 1. *Berkshire Hathaway* konsolideeritud majandusaastate aruanded, mln \$

Finantsseisundi aruanne

Seisuga 31.12

VARAD

Kindlustustegevus ja muud:

	2011	2012	2013	2014	2015
Raha ja raha ekvivalendid	33 513	42 358	42 433	57 974	61 181
Investeeringud:					
Tähtajalised väärtpaberid	31 222	36 708	28 785	27 397	25 988
Aktsiad	76 063	87 081	115 464	115 529	110 212
Muud	13 111	10 184	12 334	16 346	15 998
Investeeringud ettevõttes <i>The Kraft Heinz</i>	–	–	12 111	11 660	23 424
Nõuded	19 012	21 753	20 280	21 852	23 303
Varud	8 975	9 675	9 860	10 236	11 916
Kinnisvara, maa ja seadmed	18 177	19 188	13 623	14 153	15 540
Firmaväärtus	32 125	33 274	33 067	34 959	37 188
Muud immateriaalsed varad	–	–	–	9 203	9 148
Edasilükkunud edasikindlustuse varad	–	–	–	7 772	7 687
Muud	18 121	17 875	19 113	6 748	6 697
	<u>250 319</u>	<u>278 096</u>	<u>307 070</u>	<u>333 829</u>	<u>348 282</u>

Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:

Raha ja raha ekvivalendid	2 246	2 570	3 400	3 001	3 437
Kinnisvara, maa ja seadmed	82 214	87 684	102 482	115 054	120 279
Firmaväärtus	20 056	20 213	22 603	24 418	24 178
Valitsuse poolt kontrollitavad varad	–	–	–	4 253	4 285
Muud	12 861	13 441	16 149	11 817	12 833
	<u>117 377</u>	<u>123 908</u>	<u>144 634</u>	<u>158 543</u>	<u>165 012</u>

Finantsteenused:

Raha ja raha ekvivalendid	1 540	2 064	2 353	2 294	7 112
Investeeringud tähtajalistes väärtpaberites	966	1 432	1 506	1 299	411
Muud investeeringud	3 810	4 882	5 617	5 978	5 719
Laenunõuded	13 934	12 809	12 826	12 566	12 772
Rendiks hoitavad kinnisvara, maa ja seadmed	–	–	7 700	8 037	9 347
Firmaväärtus	1 032	1 036	1 341	1 337	1 342
Muud	3 669	3 225	1 884	1 984	2 260
	<u>24 951</u>	<u>25 448</u>	<u>33 227</u>	<u>33 495</u>	<u>38 963</u>
	<u>392 647</u>	<u>427 452</u>	<u>484 931</u>	<u>525 867</u>	<u>552 257</u>

Seisuga 31.12	2011	2012	2013	2014	2015
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL					
Kindlustustegevus ja muud:					
Teadaoleva kahju reservid	63 819	64 160	64 866	71 477	73 144
Ettemakstud preemiad	8 910	10 237	10 770	11 944	13 311
Kohustused kindlustuslepingutest	9 924	10 943	11 681	13 261	14 497
Muud kindlustusvõtja kohustused	–	–	–	6 835	7 123
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	18 466	21 149	21 979	16 472	17 879
Võlakohustused	13 768	13 535	12 440	11 854	14 599
	114 887	120 024	121 736	131 843	140 553
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:					
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	13 016	13 113	14 557	12 763	11 994
Valitsusepoolsed kohustused	–	–	–	2 832	3 033
Võlakohustused	32 580	36 156	46 655	55 306	57 739
	45 596	49 269	61 212	70 901	72 766
Finantsteenused:					
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	1 224	1 099	1 299	1 321	1 398
Tuletisinstrumentidest tulenevad kohustused	10 139	7 933	5 331	4 810	3 836
Võlakohustused	14 036	13 045	13 129	12 730	11 951
	25 399	22 077	19 759	18 861	17 185
Edasilükkunud tulumaks	37 804	44 494	57 739	61 235	63 126
Kohustused kokku	223 686	235 864	260 446	282 840	293 630
Omakapital:					
Aktiivkapital	8	8	8	8	8
Ülekurss	37 807	37 230	35 472	35 573	35 620
Akumuleeritud koondkasum	17 654	27 500	44 025	42 732	33 982
Jaotamata kasum	109 448	124 272	143 748	163 620	187 703
Omaaktsiad	-67	-1 363	-1 363	-1 763	-1 763
<i>Berkshire Hathaway</i> omanikele kuuluv omakapital	164 850	187 647	221 890	240 170	255 550
Vähemusosalus	4 111	3 941	2 595	2 857	3 077
Omakapital kokku	168 961	191 588	224 485	243 027	258 627
Omakapital ja kohustused kokku	392 647	427 452	484 931	525 867	552 257

Kasumiaruanne	2011	2012	2013	2014	2015
31.12 lõppenud majandusaasta kohta					
Tulud:					
Kindlustustegevus ja muud:					
Teenitud preemiad, edasikindlustuskulud mahaarvatuna	32 075	34 545	36 684	41 253	41 294
Müügi- ja teenustulud	72 803	81 447	92 993	97 097	107 001
Intressid, dividendid ja muud investeringutelt teenitud tulud	4 792	4 532	4 934	5 026	5 235
Investeeringute tulud/kulud	1 973	990	3 881	3 503	9 363
Müügiks hoitavate/tähtajaliste investeringute väärtuse langus	-908	-	-	-	-
	110 735	121 514	138 492	146 879	162 893
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:					
Müügitulu	30 721	32 383	34 649	40 690	40 004
Muu	118	199	108	-	-
	30 839	32 582	34 757	40 690	40 004
Finantsteenused:					
Müügitulu	-	4 358	4 635	5 094	5 430
Intressid, dividendid ja muud investeringutelt teenitud tulud	1 618	1 574	1 474	1 432	1 510
Investeeringute tulud/kulud	209	472	184	72	10
Tuletisinstrumentidelt teenitud tulud/kulud	-2 104	1 963	2 608	506	974
Muu	2 391	-	-	-	-
	2 114	8 367	8 901	7 104	7 924
	143 688	162 463	182 150	194 673	210 821
Kulud ja kulutused:					
Kindlustustegevus ja muud:					
Kahjunõuded	20 829	20 113	21 275	26 406	26 527
Hüvitised	4 879	5 114	5 072	5 181	5 413
Sõlmimiskulud	6 119	7 693	7 248	6 998	7 517
Müüdid kaupade, toodete ja teenuste kulu	59 839	66 419	75 953	78 873	87 029
Müügi-, üld- ja administratiivkulu	8 670	10 307	11 732	12 198	13 723
Intressikulu	308	363	395	419	460
	100 644	110 009	121 675	130 075	140 669
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:					
Müüdid kaupade ja teenuste kulu ning muud tegevuskulud	22 736	23 816	25 157	29 378	27 650
Intressikulu	1 703	1 745	1 865	2 378	2 653
	24 439	25 561	27 022	31 756	30 303
Finantsteenused:					
Müüdid kaupade ja teenuste kulu	-	2 458	2 566	2 758	2 915
Müügi-, üld- ja administratiivkulu	-	1 563	1 550	1 523	1 586
Intressikulu	653	636	541	456	402
Muu	2 638	-	-	-	-
	3 291	4 657	4 657	4 737	4 903
	128 374	140 227	153 354	166 568	175 875

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Kasum enne tulumaksu	15 314	22 236	28 796	28 105	34 946
Tulumaks	4 568	6 924	8 951	7 935	10 532
Aruandeaasta kasum	10 746	15 312	19 845	20 170	24 414
Vähemusosaluse osa kasumis	492	488	369	298	331
Berkshire Hathaway osa aruandeaasta kasumis	10 254	14 824	19 476	19 872	24 083
Aktiakasum (mitte mln)	6,215	8,977	11,850	12,092	14,656

Rahakäibe aruanne

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Äritegevuse rahakäive:					
Aruandeaasta kasum	10 746	15 312	19 845	20 170	24 414
Korrigeerimised:					
Investeeringute tulud/kulud	-1 274	-1 462	-4 065	-3 575	-9 373
Amortisatsioon ja depretsiatsioon	5 492	6 154	6 508	7 370	7 779
Muud	2	-213	373	-341	751
Äritegevusega seotud varade ja kohustuste muutused enne omandamistingimusi:					
Kahjureservid	3 063	-421	578	7 404	2 262
Edasikindlustuse edasilükkunud tasud	-329	121	-340	-3 413	84
Ettemakstud preemiad	852	1 134	519	1 159	1 392
Nõuded ja antud laenud	-1 159	-1 610	1 035	-1 890	-1 650
Tuletisinstrumentidest tulenevad varad ja kohustused	1 881	-2 183	-2 430	-520	-974
Tulumaks	1 493	1 710	3 514	4 905	5 718
Muud	-291	2 408	2 167	741	1 088
Rahakäive äritegevusest kokku	20 476	20 950	27 704	32 010	31 491

Investeeringustegevuse rahakäive:

Makstud tähtjaliste väärtpaberite soetamiseks	-7 362	-8 250	-7 546	-7 774	-8 186
Makstud aktsiate soetamiseks	-15 660	-7 376	-8 558	-7 014	-10 220
Makstud muude investeeringute soetamisel (k.a <i>The Kraft Heinz Company</i>)	-5 000	–	-12 250	-3 000	-5 258
Laekumised tähtjaliste väärtpaberite müügist	3 353	2 982	4 311	1 697	2 172
Tähtjaliste väärtpaberite lunastused	6 872	6 064	11 203	6 795	6 583
Aktsiate müük ja lunastamine	14 163	8 088	3 869	8 896	8 747
Laenu- ja muude rahaliste nõuete ostmine	-1 657	-650	-490	-181	-179
Laenu- ja muude rahaliste nõuete laekumine	2 915	1 714	654	885	492
Ettevõtete ülesostmine	-8 685	-3 188	-6 431	-4 824	-4 902
Makstud kinnisvara, maa ja seadmete soetamisel	-8 191	-9 775	-11 087	-15 185	-16 082
Muud	63	-183	-1 210	336	165
Rahakäive investeeringustegevusest kokku	-19 189	-10 574	-27 535	-19 369	-26 668

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Finantseerimistegevuse rahakäive:					
Kindlustustegevuse ja muude ärivaldkondade ettevõtete saadud laenud	2 091	1 820	2 622	845	3 358
Raudteetranspordi, kommunaalteenuste ja energiat tootvate ettevõtete saadud laenud	2 290	4 707	7 491	5 765	5 479
Finantsteenusepakkujate saadud laenud	1 562	2 352	3 462	1 148	1 045
Kindlustustegevuse ja muude ärivaldkondade ettevõtete laenude tagasimaksed	-2 307	-2 078	-2 750	-1 289	-1 916
Raudteetranspordi, kommunaalteenuste ja energiat tootvate ettevõtete laenude tagasimaksed	-2 335	-2 119	-1 596	-1 862	-1 725
Finantsteenusepakkujate laenude tagasimaksed	-1 959	-3 131	-3 927	-1 543	-1 827
Muutus lühiajalistes laenukohustustes	301	-309	-1 317	932	-378
Vähemusosaluse osade ja omaaktsiate ostmine	-1 878	-2 096	-2 890	-1 287	-72
Muud	18	48	-134	22	-161
Rahakäive finantseerimistegevusest kokku	-2 217	-806	961	2 731	3 803
Valuutakursside muutuste mõju	2	123	64	-289	-165
Muutus rahas ja raha ekvivalentides	-928	9 693	1 194	15 083	8 461
Raha ja raha ekvivalente perioodi alguses	38 277	37 299	46 992	48 186	63 269
Raha ja raha ekvivalente perioodi lõpus*	37 299	46 992	48 186	63 269	71 730
* Raha ja raha ekvivalendid jagunevad järgmiselt:					
Kindlustustegevus ja muud	33 513	42 358	42 433	57 974	61 181
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine	2 246	2 570	3 400	3 001	3 437
Finantsteenused	1 540	2 064	2 353	2 294	7 112
	37 299	46 992	48 186	63 269	71 730

Allikas: [3–2012:28, 29, 31; 2014:48, 49, 51; 2015:36, 37, 38, 40]

Lisa 2. Berkshire Hathaway horisontaal- ja vertikaalanalüüs

Bilansikirjed	Horisontaalanalüüs							
	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %
VARAD								
Kindlustustegevus ja muud:								
Raha ja raha ekvivalendid	8 845	26,39	75	0,18	15 541	36,62	3 207	5,53
Investeeringud:								
Tähtajalised väärtpaberid	5 486	17,57	-7 923	-21,58	-1 388	-4,82	-1 409	-5,14
Aktsiad	11 018	14,49	28 383	32,59	65	0,06	-5 317	-4,60
Muud	-2 927	-22,32	2 150	21,11	4 012	32,53	-348	-2,13
Investeeringud ettevõttes <i>The Kraft Heinz Company</i>	–	–	12 111	–	-451	-3,72	11 764	100,89
Nõuded	2 741	14,42	-1 473	-6,77	1 572	7,75	1 451	6,64
Varud	700	7,80	185	1,91	376	3,81	1 680	16,41
Kinnisvara, maa ja seadmed	1 011	5,56	-5 565	-29,00	530	3,89	1 387	9,80
Firmaväärtus	1 149	3,58	-207	-0,62	1 892	5,72	2 229	6,38
Muud immateriaalsed varad	–	–	–	–	9 203	–	-55	-0,60
Edasilükkunud edasi-kindlustusvarad	–	–	–	–	7 772	–	-85	-1,09
Muud	-246	-1,36	1 238	6,93	-12 365	-64,69	-51	-0,76
Kokku	27 777	11,10	28 974	10,42	26 759	8,71	14 453	4,33
Raudteetransport, kommunaalteenus ja energia tootmine:								
Raha ja raha ekvivalendid	324	14,43	830	32,30	-399	-11,74	436	14,53
Kinnisvara, maa ja seadmed	5 470	6,65	14 798	16,88	12 572	12,27	5 225	4,54
Firmaväärtus	157	0,78	2 390	11,82	1 815	8,03	-240	-0,98
Valitsuse poolt kontrollitavad varad	–	–	–	–	4 253	–	32	0,75
Muud	580	4,51	2 708	20,15	-4 332	-26,83	1 016	8,60
Kokku	6 531	5,56	20 726	16,73	13 909	9,62	6 469	4,08

	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%
Finantsteenused:								
Raha ja raha ekvivalendid	524	34,03	289	14,00	-59	-2,51	4 818	210,03
Investeeringud tähtajalistes väärt-paberites	466	48,24	74	5,17	-207	-13,75	-888	-68,36
Muud investeeringud	1 072	28,14	735	15,06	361	6,43	-259	-4,33
Laenunõuded	-1 125	-8,07	17	0,13	-260	-2,03	206	1,64
Rendiks hoitavad kinnisvara, maa ja seadmed	–	–	7 700	–	337	4,38	1 310	16,30
Firmaväärtus	4	0,39	305	29,44	-4	-0,30	5	0,37
Muud	-444	-12,10	-1 341	-41,58	100	5,31	276	13,91
Kokku	497	1,99	7 779	30,57	268	0,81	5 468	16,32
Varad kokku	34 805	8,86	57 479	13,45	40 936	8,44	26 390	5,02
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL								
Kindlustustegevus ja muud:								
Kahjureservid	341	0,53	706	1,10	6 611	10,19	1 667	2,33
Ettemakstud preemiad	1 327	14,89	533	5,21	1 174	10,90	1 367	11,45
Kohustused kindlustuslepingutest	1 019	10,27	738	6,74	1 580	13,53	1 236	9,32
Muud kindlustusvõtja kohustused	–	–	–	–	6 835	–	288	4,21
Tarnijatele tasumata arved ja muu kohustus	2 683	14,53	830	3,92	-5 507	-25,06	1 407	8,54
Võlakohustused	-233	-1,69	-1 095	-8,09	-586	-4,71	2 745	23,16
Kokku	5 137	4,47	1 712	1,43	10 107	8,30	8 710	6,61
Raudteetransport, kommunaalteened ja energia tootmine:								
Tarnijatele tasumata arved ja muu kohustus	97	0,75	1 444	11,01	-1 794	-12,32	-769	-6,03
Valitsusepoolsed kohustused	–	–	–	–	2 832	–	201	7,10
Võlakohustused	3 576	10,98	10 499	29,04	8 651	18,54	2 433	4,40
Kokku	3 673	8,06	11 943	24,24	9 689	15,83	1 865	2,63
Finantsteenused:								
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	-125	-10,21	200	18,20	22	1,69	77	5,83

	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%
Tuletisinstrumentide kohustused	-2 206	-21,76	-2 602	-32,80	-521	-9,77	-974	-20,25
Võlakohustused	-991	-7,06	84	0,64	-399	-3,04	-779	-6,12
Kokku	-3 322	-13,08	-2 318	-10,50	-898	-4,54	-1 676	-8,89
Edasilükkunud tulumaks	6 690	17,70	13 245	29,77	3 496	6,05	1 891	3,09
Kohustused kokku	12 178	5,44	24 582	10,42	22 394	8,60	10 790	3,81
Omakapital:								
Aktiakapital	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Ülekurss	-577	-1,53	-1 758	-4,72	101	0,28	47	0,13
Akumuleeritud koondkasum	9 846	55,77	16 525	60,09	-1 293	-2,94	-8 750	-20,48
Jaotamata kasum	14 824	13,54	19 476	15,67	19 872	13,82	24 083	14,72
Omaaktsiad	1 296	1934,33	0	0	400	29,35	0	0
Berkshire Hathaway omanikele kuuluv omakapital	22 797	13,83	34 243	18,25	18 280	8,24	15 380	6,40
Vähemusosalus	-170	-4,14	-1 346	-34,15	262	10,10	220	7,70
Omakapital kokku	22 627	13,39	32 897	17,17	18 542	8,26	15 600	6,42
Omakapital ja kohustused kokku	34 805	8,86	57 479	13,45	40 936	8,44	26 390	5,02

	Vertikaalanalüüs								
	31. dets, %					2011–2012	2012–2013	2013–2014	2014–2015
	2011	2012	2013	2014	2015	Muutus, %			
Bilansikirjed									
VARAD									
Kindlustustegevus ja muud:									
Raha ja raha ekvivalendid	8,54	9,91	8,75	11,02	11,08	1,37	-1,16	2,27	0,05
Investeeringud:									
Tähtajalised väärtpaberid	7,95	8,59	5,94	5,21	4,71	0,64	-2,65	-0,73	-0,50
Aktsiad	19,37	20,37	23,81	21,97	19,96	1,00	3,44	-1,84	-2,01
Muud	3,34	2,38	2,54	3,11	2,90	-0,96	0,16	0,56	-0,21
Investeeringud ettevõttes <i>The Kraft Heinz</i>	–	–	2,50	2,22	4,24	–	2,50	-0,28	2,02
Nõuded	4,84	5,09	4,18	4,16	4,22	0,25	-0,91	-0,03	0,06
Varud	2,29	2,26	2,03	1,95	2,16	-0,02	-0,23	-0,09	0,21
Kinnisvara, maa ja seadmed	4,63	4,49	2,81	2,69	2,81	-0,14	-1,68	-0,12	0,12
Firmaväärtus	8,18	7,78	6,82	6,65	6,73	-0,40	-0,97	-0,17	0,09

	31. dets, %					2011–	2012–	2013–	2014–
	2011	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
						Muutus, %			
Muud immateriaalsed varad	–	–	–	1,75	1,66	–	–	1,75	-0,09
Edasilükkunud edasikindlustuse varad	–	–	–	1,48	1,39	–	–	1,48	-0,09
Muud	4,62	4,18	3,94	1,28	1,21	-0,43	-0,24	-2,66	-0,07
Kokku	63,75	65,06	63,32	63,48	63,07	1,31	-1,74	0,16	-0,42
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:									
Raha ja raha ekvivalendid	0,57	0,60	0,70	0,57	0,62	0,03	0,10	-0,13	0,05
Kinnisvara, maa ja seadmed	20,94	20,51	21,13	21,88	21,78	-0,43	0,62	0,75	-0,10
Firmaväärtus	5,11	4,73	4,66	4,64	4,38	-0,38	-0,07	-0,02	-0,27
Valitsuse poolt kontrollitavad varad	–	–	–	0,81	0,78	–	–	0,81	-0,03
Muud	3,28	3,14	3,33	2,25	2,32	-0,13	0,19	-1,08	0,08
Kokku	29,89	28,99	29,83	30,15	29,88	-0,91	0,84	0,32	-0,27
Finantsteenused:									
Raha ja raha ekvivalendid	0,39	0,48	0,49	0,44	1,29	0,09	0,00	-0,05	0,85
Investeeringud tähtajalistes väärtpaperites	0,25	0,34	0,31	0,25	0,07	0,09	-0,02	-0,06	-0,17
Muud investeeringud	0,97	1,14	1,16	1,14	1,04	0,17	0,02	-0,02	-0,10
Laenuõuded	3,55	3,00	2,64	2,39	2,31	-0,55	-0,35	-0,26	-0,08
Rendiks hoitavad kinnisvara, maa ja seadmed	–	–	1,59	1,53	1,69	–	1,59	-0,06	0,16
Firmaväärtus	0,26	0,24	0,28	0,25	0,24	-0,02	0,03	-0,02	-0,01
Muud	0,93	0,75	0,39	0,38	0,41	-0,18	-0,37	-0,01	0,03
Kokku	6,35	5,95	6,85	6,37	7,06	-0,40	0,90	-0,48	0,69
Varad kokku	100	100	100	100	100	0	0	0	0
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL									
Kindlustustegevus ja muud:									
Teadaoleva kahju reservid	16,25	15,01	13,38	13,59	13,24	-1,24	-1,63	0,22	-0,35
Ettemakstud preemiad	2,27	2,39	2,22	2,27	2,41	0,13	-0,17	0,05	0,14

	31. dets, %					2011– 2012	2012– 2013	2013– 2014	2014– 2015
	2011	2012	2013	2014	2015	Muutus, %			
Kohustused kindlustuslepingutest	2,53	2,56	2,41	2,52	2,63	0,03	-0,15	0,11	0,10
Muud kindlustusvõtja kohustused	–	–	–	1,30	1,29	–	–	1,30	-0,01
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	4,70	4,95	4,53	3,13	3,24	0,24	-0,42	-1,40	0,11
Võlakohustused	3,51	3,17	2,57	2,25	2,64	-0,34	-0,60	-0,31	0,39
Kokku	29,26	28,08	25,10	25,07	25,45	-1,18	-2,98	-0,03	0,38
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:									
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	3,31	3,07	3,00	2,43	2,17	-0,25	-0,07	-0,57	-0,26
Valitsusepoolsed kohustused	–	–	–	0,54	0,55	–	–	0,54	0,01
Võlakohustused	8,30	8,46	9,62	10,52	10,46	0,16	1,16	0,90	-0,06
Kokku	11,61	11,53	12,62	13,48	13,18	-0,09	1,10	0,86	-0,31
Finantsteenused:									
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	0,31	0,26	0,27	0,25	0,25	-0,05	0,01	-0,02	0,00
Tuletisinstrumentidest tulenevad kohustused	2,58	1,86	1,10	0,91	0,69	-0,73	-0,76	-0,18	-0,22
Võlakohustused	3,57	3,05	2,71	2,42	2,16	-0,52	-0,34	-0,29	-0,26
Kokku	6,47	5,16	4,07	3,59	3,11	-1,30	-1,09	-0,49	-0,47
Edasilükkunud tulumaks	9,63	10,41	11,91	11,64	11,43	0,78	1,50	-0,26	-0,21
Kohustused kokku	56,97	55,18	53,71	53,79	53,17	-1,79	-1,47	0,08	-0,62
Omakapital:									
Aktsiakapital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00
Ülekurss	9,63	8,71	7,31	6,76	6,45	-0,92	-1,39	-0,55	-0,31
Akumuleeritud koondkasum	4,50	6,43	9,08	8,13	6,15	1,94	2,65	-0,95	-1,97
Jaotamata kasum	27,87	29,07	29,64	31,11	33,99	1,20	0,57	1,47	2,87
Omaaktsiad	-0,02	-0,32	-0,28	-0,34	-0,32	-0,30	0,04	-0,05	0,02
Berkshire Hathaway omanikele kuuluv omakapital	41,98	43,90	45,76	45,67	46,27	1,91	1,86	-0,09	0,60
Vähemusosalus	1,05	0,92	0,54	0,54	0,56	-0,13	-0,39	0,01	0,01
Omakapital kokku	43,03	44,82	46,29	46,21	46,83	1,79	1,47	-0,08	0,62
Omakapital ja kohustused kokku	100	100	100	100	100	0	0	0	0

Tulu- ja kulukirjed	Horisontaalanalüüs							
	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %
Tulud:								
Kindlustustegevus ja muud:								
Teenitud preemiad	2 470	7,70	2 139	6,19	4 569	12,46	41	0,10
Müügi- ja teenustulud	8 644	11,87	11 546	14,18	4 104	4,41	9 904	10,20
Intressid, dividendid ja muud investeringutelt teenitud tulud	-260	-5,43	402	8,87	92	1,86	209	4,16
Investeeringute tulud/kulud	-983	-49,82	2 891	292,02	-378	-9,74	5 860	167,29
Müügiks hoitavate/tähtajaliste investeeringute väärtuse langus	908	100	–	–	–	–	–	–
	10 779	9,73	16 978	13,97	8 387	6,06	16 014	10,90
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:								
Müügitulu	1 662	5,41	2 266	7,00	6 041	17,43	-686	-1,69
Muu	81	68,64	-91	-45,73	-108	-100,00	–	–
	1 743	5,65	2 175	6,68	5 933	17,07	-686	-1,69
Finantsteenused:								
Müügitulu	4 358	–	277	6,36	459	9,90	336	6,60
Intressid, dividendid ja muud investeringutelt teenitud tulud	-44	-2,72	-100	-6,35	-42	-2,85	78	5,45
Investeeringute tulud/kulud	263	125,84	-288	-61,02	-112	-60,87	-62	-86,11
Tuletisinstrumentidelt teenitud tulud/kulud	4 067	-193,30	645	32,86	-2 102	-80,60	468	92,49
Muu	-2 391	-100	–	–	–	–	–	–
	6 253	295,79	534	6,38	-1 797	-20,19	820	11,54
	18 775	13,07	19 687	12,12	12 523	6,88	16 148	8,29
Kulud ja kulutused:								
Kindlustustegevus ja muud:								
Kahjunõuded	-716	-3,44	1 162	5,78	5 131	24,12	121	0,46
Hüvitised	235	4,82	-42	-0,82	109	2,15	232	4,48
Sõlmimiskulud	1 574	25,72	-445	-5,78	-250	-3,45	519	7,42
Müüdud kaupade, toodete ja teenuste kulu	6 580	11,00	9 534	14,35	2 920	3,84	8 156	10,34

	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%
Müügi-, üld- ja administratiivkulu	1 637	18,88	1 425	13,83	466	3,97	1 525	12,50
Intressikulu	55	17,86	32	8,82	24	6,08	41	9,79
	9 365	9,31	11 666	10,60	8 400	6,90	10 594	8,14
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:								
Müüdnud kaupade ja teenuste kulu ning muud tegevuskulud	1 080	4,75	1 341	5,63	4 221	16,78	-1 728	-5,88
Intressikulu	42	2,47	120	6,88	513	27,51	275	11,56
	1 122	4,59	1 461	5,72	4 734	17,52	-1 453	-4,58
Finantsteenused:								
Müüdnud kaupade ja teenuste kulu	2 458	–	108	4,39	192	7,48	157	5,69
Müügi-, üld- ja administratiivkulu	1 563	–	-13	-0,83	-27	-1,74	63	4,14
Intressikulu	-17	-2,60	-95	-14,94	-85	-15,71	-54	-11,84
Muu	-2 638	-100	–	–	–	–	–	–
	1 366	41,51	0	0,00	80	1,72	166	3,50
	11 853	9,23	13 127	9,36	13 214	8,62	9 307	5,59
Kasum enne tulumaksu	6 922	45,20	6 560	29,50	-691	-2,40	6 841	24,34
Tulumaks	2 356	51,58	2 027	29,27	-1 016	-11,35	2 597	32,73
Aruandeaasta kasum	4 566	42,49	4 533	29,60	325	1,64	4 244	21,04
Vähemusosaluse osa kasumis	-4	-0,81	-119	-24,39	-71	-19,24	33	11,07
Berkshire Hathaway osa aruandeaasta kasumis	4 570	44,57	4 652	31,38	396	2,03	4 211	21,19
Aktsiakasum (mitte mln \$)	2,76	44,44	2,87	32,00	0,24	2,04	2,56	21,20

	Vertikaalanalüüs								
	31. dets, %					2011– 2012	2012– 2013	2013– 2014	2014– 2015
	2011	2012	2013	2014	2015	Muutus, %			
Tulu- ja kulukirjed									
Tulud:									
Kindlustus- tegevus ja muud:									
Teenitud preemiad	23,65	22,62	21,71	22,40	21,32	-1,04	-0,91	0,69	-1,09
Müügi- ja teenustulud	53,69	53,33	55,04	52,73	55,23	-0,36	1,71	-2,31	2,50
Intressid, dividendid ja muud	3,53	2,97	2,92	2,73	2,70	-0,57	-0,05	-0,19	-0,03
Investeeringute tulud/kulud	1,46	0,65	2,30	1,90	4,83	-0,81	1,65	-0,39	2,93
Müügiks hoita- vate/tähtjaliste investeeringute väärtuse langus	-0,67	—	—	—	—	0,67	—	—	—
Kokku	81,66	79,56	81,97	79,77	84,08	-2,10	2,41	-2,20	4,32
Raudteetrans- port, kommu- naalteenused ja energia tootmine:									
Müügitulu	22,66	21,20	20,51	22,10	20,65	-1,45	-0,70	1,59	-1,45
Muu	0,09	0,13	0,06	—	—	0,04	-0,07	-0,06	—
Kokku	22,74	21,33	20,57	22,10	20,65	-1,41	-0,76	1,53	-1,45
Finantsteenused:									
Müügitulu	—	2,85	2,74	2,77	2,80	2,85	-0,11	0,02	0,04
Intressid, divi- dendid ja muud teenitud tulud	1,19	1,03	0,87	0,78	0,78	-0,16	-0,16	-0,09	0,00
Investeeringute tulud/kulud	0,15	0,31	0,11	0,04	0,01	0,15	-0,20	-0,07	-0,03
Tuletis- instrumentidelt teenitud tulud/kulud	-1,55	1,29	1,54	0,27	0,50	2,84	0,26	-1,27	0,23
Muu	1,76	—	—	—	—	-1,76	—	—	—
Kokku	1,56	5,48	5,27	3,86	4,09	3,92	-0,21	-1,41	0,23
Tulud kokku	105,97	106,37	107,81	105,72	108,82	0,41	1,44	-2,08	3,10
Kulud ja kulutused:									
Kindlustustege- vus ja muud:									
Kahjunõuded	15,36	13,17	12,59	14,34	13,69	-2,19	-0,58	1,75	-0,65
Hüvitised	3,60	3,35	3,00	2,81	2,79	-0,25	-0,35	-0,19	-0,02

	31. dets, %					2011– 2012	2012– 2013	2013– 2014	2014– 2015
	2011	2012	2013	2014	2015	Muutus, %			
Sõlmimiskulud	4,51	5,04	4,29	3,80	3,88	0,52	-0,75	-0,49	0,08
Müüdnud kaupade, toodete ja teenuste kulu	44,13	43,49	44,95	42,83	44,92	-0,64	1,47	-2,12	2,09
Müügi-, üld- ja admin.kulu	6,39	6,75	6,94	6,62	7,08	0,35	0,20	-0,32	0,46
Intressikulu	0,23	0,24	0,23	0,23	0,24	0,01	0,00	-0,01	0,01
Kokku	74,22	72,03	72,01	70,64	72,61	-2,19	-0,01	-1,37	1,97
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine:									
Müüdnud kaupade ja teenuste kulu ning muud tegevuskulud	16,77	15,59	14,89	15,95	14,27	-1,17	-0,70	1,07	-1,68
Intressikulu	1,26	1,14	1,10	1,29	1,37	-0,11	-0,04	0,19	0,08
Kokku	18,02	16,74	15,99	17,25	15,64	-1,29	-0,74	1,25	-1,60
Finantsteenused:									
Müüdnud kaupade ja teenuste kulu	–	1,61	1,52	1,50	1,50	1,61	-0,09	-0,02	0,01
Müügi-, üld- ja admin.kulu	–	1,02	0,92	0,83	0,82	1,02	-0,11	-0,09	-0,01
Intressikulu	0,48	0,42	0,32	0,25	0,21	-0,07	-0,10	-0,07	-0,04
Muu	1,95	–	–	–	–	-1,95	–	–	–
Kokku	2,43	3,05	2,76	2,57	2,53	0,62	-0,29	-0,18	-0,04
	94,67	91,81	90,76	90,46	90,78	-2,86	-1,05	-0,30	0,32
Kasum enne tulumaksu	11,29	14,56	17,04	15,26	18,04	3,27	2,48	-1,78	2,78
Tulumaks	3,37	4,53	5,30	4,31	5,44	1,16	0,76	-0,99	1,13
Aruandeaasta kasum	7,92	10,03	11,75	10,95	12,60	2,10	1,72	-0,79	1,65
Vähemusosalus kasumis	0,36	0,32	0,22	0,16	0,17	-0,04	-0,10	-0,06	0,01
<i>Berkshire Hathaway</i> osa aruandeaasta kasumis	7,56	9,71	11,53	10,79	12,43	2,14	1,82	-0,73	1,64

Rahakäibe kirjed	Horisontaalanalüüs							
	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %	Muutus, mln \$	Muutus, %
Äritegevuse rahakäive:								
Aruandeaasta kasum	4 566	42,49	4 533	29,60	325	1,64	4 244	21,04
Korrigeerimised:								
Investeeringute tulud/kulud	-188	14,76	-2 603	178,04	490	-12,05	-5 798	162,18
Amortisatsioon ja depretsatsioon	662	12,05	354	5,75	862	13,25	409	5,55
Muud	-215	-10 750	586	-275,12	-714	-191,4	1 092	-320,23
Äritegevusega seotud varade ja kohustuste muutused enne omandamistehinguid:								
Kahjureservid	-3 484	-113,74	999	-237,29	6 826	1181,0	-5 142	-69,45
Edasikindlustuse edasilükkunud tasud	450	-136,78	-461	-380,99	-3 073	903,8	3 497	-102,46
Ettemakstud preemiad	282	33,10	-615	-54,23	640	123,3	233	20,10
Nõuded ja antud laenud	-451	38,91	2 645	-164,29	-2 925	-282,6	240	-12,70
Tuletisinstrumentidest tulenevad varad ja kohustused	-4 064	-216,06	-247	11,31	1 910	-78,60	-454	87,31
Tulumaks	217	14,53	1 804	105,50	1 391	39,58	813	16,57
Muud	2 699	-927,49	-241	-10,01	-1 426	-65,81	347	46,83
Rahakäive äritegevusest kokku	474	2,31	6 754	32,24	4 306	15,54	-519	-1,62
Investeeringustegevuse rahakäive:								
Makstud väärtpaberite soetamiseks	-888	12,06	704	-8,53	-228	3,02	-412	5,30
Makstud aktsiate soetamiseks	8 284	-52,90	-1 182	16,02	1 544	-18,04	-3 206	45,71
Makstud muude investeeringute soetamisel (k.a <i>The Kraft Heinz Company</i>)	5 000	-100	-12 250	–	9 250	-75,51	-2 258	75,27
Laekumised tähtjaliste väärtpaberite müügist	-371	-11,06	1 329	44,57	-2 614	-60,64	475	27,99
Tähtjaliste väärtpaberite lunastused	-808	-11,76	5 139	84,75	-4 408	-39,35	-212	-3,12

	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%
Aktsiate müük ja lunastamine	-6 075	-42,89	-4 219	-52,16	5 027	129,93	-149	-1,67
Laenu- ja muude rahaliste nõuete ostmine	1 007	-60,77	160	-24,62	309	-63,06	2	-1,10
Laenu- ja muude rahaliste nõuete laekumine	-1 201	-41,20	-1 060	-61,84	231	35,32	-393	-44,41
Ettevõtete ülesostmine	5 497	-63,29	-3 243	101,73	1 607	-24,99	-78	1,62
Makstud kinnisvara, maa ja seadmete soetamisel	-1 584	19,34	-1 312	13,42	-4 098	36,96	-897	5,91
Muud	-246	-390,48	-1 027	561,20	1 546	-127,8	-171	-50,89
Rahakäive investeerimistegevusest kokku	8 615	-44,90	-16 961	160,40	8 166	-29,66	-7 299	37,68
Finantseerimistegevuse rahakäive:								
Kindlustustegevuse ja muude ettevõtete saadud laenud	-271	-12,96	802	44,07	-1 777	-67,77	2 513	297,40
Raudteetranspordi, kommunaalteenuste ja energiat tootvate ettevõtete saadud laenud	2 417	105,55	2 784	59,15	-1 726	-23,04	-286	-4,96
Finantsteenusepakkujate saadud laenud	790	50,58	1 110	47,19	-2 314	-66,84	-103	-8,97
Kindlustustegevuse ja muude ärivaldkondade ettevõtete laenude tagasimaksud	229	-9,93	-672	32,34	1 461	-53,13	-627	48,64
Raudteetranspordi, kommunaalteenuste ja energiat tootvate ettevõtete laenude tagasimaksud	216	-9,25	523	-24,68	-266	16,67	137	-7,36
Finantsäride laenude tagasimakse	-1 172	59,83	-796	25,42	2 384	-60,71	-284	18,41
Muutus lühiajalistes laenukohustustes	-610	-202,66	-1 008	326,21	2 249	-170,8	-1 310	-140,56
Vähemusosaluse osade ja omaaktsiate ostmine	-218	11,61	-794	37,88	1 603	-55,47	1 215	-94,41
Muud	30	166,67	-182	-379,17	156	-116,4	-183	-831,82
Rahakäive finantseerimistegevusest	1 411	-63,64	1 767	-219,23	1 770	184,18	1 072	39,25
Valuutakursside mõju	121	6050	-59	-47,97	-353	-551,6	124	-42,91

	2011–2012		2012–2013		2013–2014		2014–2015	
	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%	Mln \$	%
Muutus rahas ja raha ekvivalentides	10 621	-1144,5	-8 499	-87,68	13 889	1163,2	-6 622	-43,90
Raha ja raha ekvivalente perioodi alguses	-978	-2,56	9 693	25,99	1 194	2,54	15 083	31,30
Raha ja raha ekvivalente perioodi lõpus*	9 693	25,99	1 194	2,54	15 083	31,30	8 461	13,37
* Raha ja raha ekvivalendid jagunevad järgmiselt:								
Kindlustustegevus ja muud	8 845	26,39	75	0,18	15 541	36,62	3 207	5,53
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine	324	14,43	830	32,30	-399	-11,74	436	14,53
Finantsteenused	524	34,03	289	14,00	-59	-2,51	4 818	210,03

	Vertikaalanalüüs								
	31. dets, %					2011–2012	2012–2013	2013–2014	2014–2015
Rahakäibe kirjed	2011	2012	2013	2014	2015	Muutus, %			
Äritegevuse rahakäive:									
Aruandeaasta kasum	7,92	10,03	11,75	10,95	12,60	2,10	1,72	-0,79	1,65
Korrigeerimised:									
Investeeringute tulud/kulud	-0,94	-0,96	-2,41	-1,94	-4,84	-0,02	-1,45	0,46	-2,90
Amortisatsioon ja depretsatsioon	4,05	4,03	3,85	4,00	4,02	-0,02	-0,18	0,15	0,01
Muud	0,00	-0,14	0,22	-0,19	0,39	-0,14	0,36	-0,41	0,57
Äritegevusega seotud varade ja kohustuste muutused enne omandamistinguid:									
Kahjureservid	2,26	-0,28	0,34	4,02	1,17	-2,53	0,62	3,68	-2,85
Edasikindlustuse edasilükkunud tasu	-0,24	0,08	-0,20	-1,85	0,04	0,32	-0,28	-1,65	1,90
Ettemakstud preemiad	0,63	0,74	0,31	0,63	0,72	0,11	-0,44	0,32	0,09
Nõuded ja antud laenu	-0,85	-1,05	0,61	-1,03	-0,85	-0,20	1,67	-1,64	0,17
Tuletisinstrumentidest tulenevad varad ja kohustused	1,39	-1,43	-1,44	-0,28	-0,50	-2,82	-0,01	1,16	-0,22

	31. dets, %					2011– 2012	2012– 2013	2013– 2014	2014– 2015
	2011	2012	2013	2014	2015	Muutus, %			
Tulumaks	1,10	1,12	2,08	2,66	2,95	0,02	0,96	0,58	0,29
Muud	-0,21	1,58	1,28	0,40	0,56	1,79	-0,29	-0,88	0,16
Rahakäive äritegevusest kokku	15,10	13,72	16,40	17,38	16,26	-1,38	2,68	0,99	-1,13
Investeeringustegevuse rahakäive:									
Makstud väärtpaberite soetamiseks	-5,43	-5,40	-4,47	-4,22	-4,23	0,03	0,94	0,24	0,00
Makstud aktsiate soetamiseks	-11,55	-4,83	-5,07	-3,81	-5,28	6,72	-0,24	1,26	-1,47
Makstud muude investeeringute soetamisel	-3,69	–	-7,25	-1,63	-2,71	3,69	-7,25	5,62	-1,08
Laekumised tähtajaliste väärtpaberite müügist	2,47	1,95	2,55	0,92	1,12	-0,52	0,60	-1,63	0,20
Tähtajaliste väärt-paberite lunastused	5,07	3,97	6,63	3,69	3,40	-1,10	2,66	-2,94	-0,29
Aktsiate müük ja lunastamine	10,44	5,30	2,29	4,83	4,52	-5,15	-3,01	2,54	-0,32
Laenu- ja muude rahaliste nõuete ostmine	-1,22	-0,43	-0,29	-0,10	-0,09	0,80	0,14	0,19	0,01
Laenu- ja muude rahaliste nõuete laekumine	2,15	1,12	0,39	0,48	0,25	-1,03	-0,74	0,09	-0,23
Ettevõtete ülesostmine	-6,40	-2,09	-3,81	-2,62	-2,53	4,32	-1,72	1,19	0,09
Makstud kinnisvara, maa ja seadmete soetamisel	-6,04	-6,40	-6,56	-8,25	-8,30	-0,36	-0,16	-1,68	-0,05
Muud	0,05	-0,12	-0,72	0,18	0,09	-0,17	-0,60	0,90	-0,10
Rahakäive investeeringustegevusest kokku	-14,15	-6,92	-16,3	-10,52	-13,77	7,23	-9,37	5,78	-3,25
Finantseeringustegevuse rahakäive:									
Kindlustustegevuse ja muu ärivaldkonna ettevõtete saadud laenud	1,54	1,19	1,55	0,46	1,73	-0,35	0,36	-1,09	1,27
Raudteetranspordi, kommunaalteenuste ja energiat tootvate ettevõtete saadud laenud	1,69	3,08	4,43	3,13	2,83	1,39	1,35	-1,30	-0,30
Finantsteenusepakkuja saadud laenud	1,15	1,54	2,05	0,62	0,54	0,39	0,51	-1,43	-0,08
Kindlustustegevuse ja muude ärivaldkondade ettevõtete laenude tagasimaksed	-1,70	-1,36	-1,63	-0,70	-0,99	0,34	-0,27	0,93	-0,29

	31. dets, %					2011–	2012–	2013–	2014–	
	2011	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	
						Muutus, %				
Raudteetranspordi, kommunaalteenuste ja energiat tootvate ettevõtete laenude tagasimaksed	-1,72	-1,39	-0,94	-1,01	-0,89	0,33	0,44	-0,07	0,12	
Finantsteenusepakkuja laenude tagasimaksed	-1,44	-2,05	-2,32	-0,84	-0,94	-0,61	-0,27	1,49	-0,11	
Muutus lühiajalistes laenukohustustes	0,22	-0,20	-0,78	0,51	-0,20	-0,42	-0,58	1,29	-0,70	
Vähemusosaluse osade ja omaaktsiate ostmine	-1,38	-1,37	-1,71	-0,70	-0,04	0,01	-0,34	1,01	0,66	
Muud	0,01	0,03	-0,08	0,01	-0,08	0,02	-0,11	0,09	-0,10	
Rahakäive finantseerimistegevusest kokku	-1,63	-0,53	0,57	1,48	1,96	1,11	1,10	0,91	0,48	
Valuutakursside muutuste mõju	0,00	0,08	0,04	-0,16	-0,09	0,08	-0,04	-0,19	0,07	
Muutus rahas ja raha ekvivalentides	-0,68	6,35	0,71	8,19	4,37	7,03	-5,64	7,48	-3,82	
Raha ja raha ekvivalente perioodi alguses	28,23	24,42	27,81	26,17	32,66	-3,81	3,39	-1,64	6,49	
Raha ja raha ekvivalente perioodi lõpus*	27,51	30,77	28,52	34,36	37,03	3,26	-2,25	5,84	2,67	
* Raha ja raha ekvivalendid jagunevad järgmiselt:										
Kindlustustegevus ja muud	24,71	27,73	25,11	31,48	31,58	3,02	-2,62	6,37	0,10	
Raudteetransport, kommunaalteenused ja energia tootmine	1,66	1,68	2,01	1,63	1,77	0,03	0,33	-0,38	0,14	
Finantsteenused	1,14	1,35	1,39	1,25	3,67	0,22	0,04	-0,15	2,43	

Allikas: [3–2012:28, 29, 31; 2014:48, 49, 51; 2015:36, 37, 38, 40]; autori arvutused

Märkus. Allikaviide kehtib kõikidele Lisas 2 esitatud tabelitele.

Lisa 3. The Allstate Corporationi majandusaastate aruanded, mln \$

Konsolideeritud finantsseisundi aruanne

Seisuga 31.12	2011	2012	2013	2014	2015
Varad					
Investeeringud					
Fikseeritud sissetulekuga väärtpaberid	76 113	77 017	60 910	62 440	57 948
Aktsiad	4 363	4 037	5 097	4 104	5 082
Hüpoteeklaenud	7 139	6 570	4 721	4 188	4 338
Omandiõigused usaldusühingutes	4 697	4 922	4 967	4 527	4 874
Lühiajalised	1 291	2 336	2 393	2 540	2 122
Muud	2 015	2 396	3 067	3 314	3 394
Kokku investeeringud	95 618	97 278	81 155	81 113	77 758
Raha	776	806	675	657	495
Kogumata kindlustuspreemiad	4 920	5 051	5 237	5 465	5 544
Edasilükkunud müügitgevuse kulutused	3 871	3 621	3 372	3 525	3 861
Edasikindlustuse sissenõuded	7 251	8 767	7 621	8 490	8 518
Tekkepõhised tulud investeeringutelt	826	781	624	591	569
Edasilükkunud tulumaks	722	–	–	–	–
Kinnisvara ja seadmed	914	989	1 024	1 031	1 024
Firmaväärtus	1 242	1 240	1 243	1 219	1 219
Muud varad	2 069	1 804	1 937	1 992	2 010
Klientide maksed väärtpaberite eest	6 984	6 610	5 039	4 396	3 658
Müügiks olevad varad	–	–	15 593	–	–
Varad kokku	125 193	126 947	123 520	108 479	104 656
Kohustused					
Kindlustusnõuete reserv	20 375	21 288	21 857	22 923	23 869
Reserv eluaegsete lepingute hüvitiste jaoks	14 406	14 895	12 386	12 380	12 247
Intressikandvad kohustused teenuste müügist	42 332	39 319	24 304	22 529	21 295
Ettemakstud preemiad	10 057	10 375	10 932	11 655	12 202
Hüvitisnõuded	827	797	631	784	842
Edasilükkunud tulumaksukohustused	–	597	635	715	90
Muud kohustused ja tekkepõhised kulutused	5 978	6 429	5 156	5 653	5 304
Pikaajaline võlg	5 908	6 057	6 201	5 140	5 124
Klientide maksed väärtpaberite eest	6 984	6 610	5 039	4 396	3 658
Müügiks hoitavad kohustused	–	–	14 899	–	–
Kohustused kokku	106 867	106 367	102 040	86 175	84 631
Omakapital					
Eelisaktsiad	–	–	780	1 746	1 746
Lihtaktsiad	9	9	9	9	9
Ülekurss	3 189	3 162	3 143	3 199	3 245
Jaotamata kasum	31 909	33 783	35 580	37 842	39 413
Edasilükkunud omatöötajate aktsiaplaani kulu	-43	-41	-31	-23	-13

Seisuga 31.12	2011	2012	2013	2014	2015
Omaaktsiad	-16 795	-17 508	-19 047	-21 030	-23 620
Akumuleerunud muu koondkasum:					
Realiseerimata kapitalitulu ja -kulu:					
Realiseerimata kapitalikulu fikseeritud sissetulekuga väärtpaberitelt	-174	-11	50	72	56
Muud realiseerimata kapitalitulud ja -kulud	2 041	3 614	1 698	1 988	608
Realiseerimata korrigeerimised reservides	-467	-769	-102	-134	-44
Realiseerimata kapitalitulu ja -kulu kokku	1 400	2 834	1 646	1 926	620
Realiseerimata välisvaluuta ümberarvestuse korrigeerimised	56	70	38	-2	-60
Kajastamata pensioniplaanide kulu	-1 427	-1 729	-638	-1 363	-1 315
Akumuleerunud muu koondkahjum kokku	29	1 175	1 046	561	-755
Omanikele kuuluv omakapital kokku	18 298	20 580	21 480	22 304	20 025
Vähemusosalus	28	-	-	-	-
Omakapital kokku	18 326	20 580	21 480	22 304	20 025
Kohustused ja omakapital kokku	125 193	126 947	123 520	108 479	104 656

Konsolideeritud kasumiaruanne

31.12 lõppenud majandusaasta kohta

	2011	2012	2013	2014	2015
Tulud					
Varakindlustuse preemiad	25 942	26 737	27 618	28 929	30 309
Elukindlustuse ja annuiteetlepingute preemiad ning lepingutasud	2 238	2 241	2 352	2 157	2 158
Investeeringukasum	3 971	4 010	3 943	3 459	3 156
Realiseeritud kapitalitulu ja -kulu:					
Müügiks hoitavate/tähtajaliste investeeringute väärtuse langus	-563	-239	-207	-242	-452
Kajastatud muu koondkahjum	-33	6	-8	-3	36
Neto müügiks hoitavate/tähtajaliste investeeringute väärtuse langus	-596	-233	-215	-245	-416
Müük ja muu kapitalitulu ja -kulu realiseerimine	1 099	560	809	939	446
Realiseeritud kapitalitulu ja -kulu kokku	503	327	594	694	30
	<u>32 654</u>	<u>33 315</u>	<u>34 507</u>	<u>35 239</u>	<u>35 653</u>
Kulud					
Varakindlustuse nõuded ja nõuete kulu	20 161	18 484	17 911	19 428	21 034
Elukindlustus- ja annuiteetlepingute hüvitised	1 761	1 818	1 917	1 765	1 803
Intrassikulu teenuste müügist	1 645	1 316	1 278	919	761
Edasilükkunud müügitgevuse kulutuste depretsatsioon	3 971	3 884	4 002	4 135	4 364
Tegevuskulud	3 739	4 118	4 387	4 341	4 081
Restruktueerimiskulud	44	34	70	18	39
Kahjum kohustuse tagasiostust	–	–	491	1	–
Intrassikulu	367	373	367	322	292
	<u>31 688</u>	<u>30 027</u>	<u>30 423</u>	<u>30 929</u>	<u>32 374</u>
(Kahjum) kasum lõpetatud tegevusvaldkondadest	-7	18	-688	-74	3
Kasum enne tulumaksu	959	3 306	3 396	4 236	3 282
Tulumaksukulu	172	1 000	1 116	1 386	1 111
Aruandeperioodi puhaskasum	<u>787</u>	<u>2 306</u>	<u>2 280</u>	<u>2 850</u>	<u>2 171</u>
Eelisaktsia dividendid	–	–	17	104	116
Lihtaktsiakasum (mitte mln \$)	<u>1,51</u>	<u>4,71</u>	<u>4,87</u>	<u>6,37</u>	<u>5,12</u>

Konsolideeritud rahakäibe aruanne

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Äritegevuse rahakäive					
Aruandeperioodi puhaskasum	787	2 306	2 280	2 850	2 171
Korrigeerimised:					
Amortisatsioon, depretsatsioon ja muud mitterahalised kirjed	252	388	368	366	371
Realiseeritud kapitalitulu ja -kulu	-503	-327	-594	-694	-30
Kahjum kohustuse tagasiostust	–	–	491	1	–
(Kahjum) kasum lõpetatud tegevusvaldkondadest	7	-18	688	74	-3
Intressikulu teenuste müügist	1 645	1 316	1 278	919	761
Muutused:					
Poliisihüvitistes ja muudes kindlustuse reservides	-77	214	-55	541	473
Ettemakstud preemiad	37	306	602	766	638
Edasilükkunud müügitgevuse kulutused	177	-18	-268	-220	-239
Kogumata kindlustuspreemiad	33	-125	-205	-257	-134
Edasikindlustuse sissenõuded	-716	-1 560	-729	-1 068	-178
Tulumaks	133	698	573	205	-119
Muud äritegevuse varad ja kohustused	154	-126	-187	-247	-95
Äritegevuse rahakäive kokku	1 929	3 054	4 242	3 236	3 616
Investeeringustegevuse rahakäive					
Laekumised müügist:					
Fikseeritud sissetulekuga väärtpaberid	29 436	18 872	21 243	34 609	28 693
Aktsiad	2 012	1 495	3 173	6 755	3 754
Usaldusühingu omandiõigused	1 000	1 398	1 045	1 473	1 101
Hüpoteeklaenud	97	14	24	10	6
Muud investeeringud	164	148	151	406	545
Investeeringute kasseerimine					
Fikseeritud sissetulekuga väärtpaberid	4 951	5 417	5 908	3 736	4 432
Hüpoteeklaenud	634	1 064	1 020	1 106	538
Muud investeeringud	123	128	275	191	293
Makstud investeeringute soetamisel					
Fikseeritud sissetulekuga väärtpaberid	-27 896	-22 658	-24 087	-38 759	-30 758
Aktsiad	-1 824	-671	-3 677	-5 443	-4 960
Usaldusühingu omandiõigused	-1 696	-1 524	-1 312	-1 398	-1 343
Hüpoteeklaenud	-1 241	-525	-538	-501	-687
Muud investeeringud	-204	-665	-1 084	-972	-902
Muutus lühiajalistes investeeringutes	2 182	-698	-427	272	385
Muutus muudes investeeringutes	-415	58	97	46	-52
Makstud kinnisvara ja seadmete soetamisel	-246	-285	-207	-288	-303
Tegevusvaldkondade lõpetamine (omandamine)	-916	13	-24	378	–
Investeeringustegevuse rahakäive kokku	6 161	1 581	1 580	1 621	742

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Finantseerimistegevuse rahakäive					
Laekumised pikaajalise laenu võtmisest	7	493	2 271	–	–
Pikaajalise võla tagasimakse	-7	-352	-2 627	-1 006	-20
Laekumised eelisaktiase emiteerimisest	–	–	781	965	–
Klientide deposiidid	2 176	2 158	2 174	1 184	1 052
Klientide poolt raha väljavõtmine	-8 680	-5 519	-6 556	-3 446	-2 327
Makstud lihtaktiase dividendid	-435	-534	-352	-477	-483
Makstud eelisaktiase dividendid	–	–	-6	-87	-116
Omaaktiase tagasiost	-953	-913	-1 834	-2 301	-2 808
Uuesti emiteeritud aktsiad kapitaliplaani järgi	19	85	170	266	130
Aktiapõhiste maksekorralduste maksuhüved	-5	10	38	41	45
Muu	2	-33	-12	-14	7
Finantseerimistegevuse rahakäive kokku	<u>-7 876</u>	<u>-4 605</u>	<u>-5 953</u>	<u>-4 875</u>	<u>-4 520</u>
Muutus rahas	214	30	-131	-18	-162
Raha aasta alguses	<u>562</u>	<u>776</u>	<u>806</u>	<u>675</u>	<u>657</u>
Raha aasta lõpus	<u>776</u>	<u>806</u>	<u>675</u>	<u>657</u>	<u>495</u>

Allikas: [11–2012:87, 89, 91; 2014:92, 94, 96; 2015:177, 179, 181]

Lisa 4. *Leucadia National Corporation*ni majandusaastate aruanded, tuh \$

Konsolideeritud bilanss

Seisuga 31.12	2011	2012	2013	2014	2015
Varad					
Käibevara:					
Raha ja raha ekvivalendid	168 490	145 960	3 907 595	4 276 775	3 638 648
Eraldatud ning hoiustatud raha ja väärtpaberid regulatiivsetel põhjustel	–	–	3 616 602	3 444 674	751 084
Finantsinstrumendid:					
Käibevara	215 024	1 077 172	16 699 542	19 612 490	18 293 090
Väärtpaberid müügiks	–	3 356 992	2 866 143	1 608 769	207 355
Investeeringud fondidesse	–	–	57 285	281 470	603 720
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	339 010	240 577	3 227 941	3 934 825	3 830 967
Varud	354 578	383 492	364 326	422 903	288 073
Tagatistena saadud väärtpaberid	–	–	11 063	5 418	–
Ostetud väärtpaberid tingimustega need uuesti müüa	–	–	3 746 920	3 926 858	3 854 746
Laenatud väärtpaberid	–	–	5 359 846	6 853 103	6 975 136
Lõpetatud tegevusvaldkondade käibevara	32 096	–	–	–	–
Immateriaalne vara	858 470	829 831	1 020 529	978 374	912 021
Firmaväärtus	18 119	24 195	1 748 099	1 742 389	1 736 341
Edasilükkunud maksuvara	1 584 886	1 214 615	1 809 943	1 712 535	1 575 368
Muud varad	2 634 245	411 450	1 286 747	1 384 381	1 194 019
Kinnisvara, seadmed ja rendivalduste parendused	884 109	857 360	885 859	726 376	721 875
Investeeringud ja laenud sidusettevõtetesse	1 991 795	807 474	1 258 341	1 712 568	1 757 369
Lõpetatud tegevusvaldkondade põhivara	182 367	–	–	–	–
Kokku	9 263 189	9 349 118	47 866 781	52 623 908	46 339 812

Kohustused

Lühiajalised kohustused:

Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	415 891	448 205	8 309 945	10 516 491	7 107 081
Müüdud väärtpaberid kohustusega need tagasi osta	417 479	391 705	10 779 845	10 672 157	9 966 868
Lühiajaline laen	29 264	440 569	12 000	12 000	310 659
Äritegevuse kohustused	–	–	7 293 102	8 904 592	6 840 430
Laenatud väärtpaberid	–	–	2 506 122	2 598 487	3 014 300
Muud	–	–	234 711	705 126	910 357
Kohustus tagatisena saadud väärtpaberid tagastada	–	–	11 063	5 418	–
Lõpetatud tegevusvaldkondade lühiajalised kohustused	14 498	–	–	–	–

Seisuga 31.12	2011	2012	2013	2014	2015
Muud pikaajalised kohustused	96 316	141 229	1 541 014	1 445 462	988 610
Pikaajaline laen	1 874 389	918 126	6 639 851	7 082 467	6 418 984
Lõpetatud tegevusvaldkondade pikaajalised kohustused	1 182	–	–	–	–
Kohustused kokku	<u>2 849 019</u>	<u>2 339 834</u>	<u>37 327 653</u>	<u>41 942 200</u>	<u>35 557 289</u>
Hübriidkapital					
Väljaostetav vähemusosalus tütarettevõtetes	235 909	241 649	241 075	186 686	191 633
Kohustuslikult väljaostetavad eelisaktsiad	–	–	125 000	125 000	125 000
Omakapital					
Aktiakapital	291 590	291 590	411 237	415 947	416 373
Ülekurss	1 570 684	1 577 528	4 881 031	5 059 508	4 986 819
Omaaktsiad	-47 007	-47 007	-46 696	-48 448	-53 755
Akumuleerunud muu koondkasum	912 421	705 129	538 050	447 082	438 793
Jaotamata kasum	<u>3 446 708</u>	<u>4 240 028</u>	<u>4 318 840</u>	<u>4 428 069</u>	<u>4 612 982</u>
<i>Leucadia National Corporationi</i> omanikele kuuluv omakapital kokku	<u>6 174 396</u>	<u>6 767 268</u>	<u>10 102 462</u>	<u>10 302 158</u>	<u>10 401 211</u>
Vähemusosalus	<u>3 865</u>	<u>367</u>	<u>70 591</u>	<u>67 864</u>	<u>64 679</u>
Omakapital kokku	<u>6 178 261</u>	<u>6 767 635</u>	<u>10 173 053</u>	<u>10 370 022</u>	<u>10 465 890</u>
Kokku	<u>9 263 189</u>	<u>9 349 118</u>	<u>47 866 781</u>	<u>52 623 908</u>	<u>46 339 812</u>

Konsolideeritud kasumiaruanne
31.12 lõppenud majandusaasta

kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Tulud:					
Veiseliha töötlus	–	7 479 251	7 486 332	7 824 246	7 396 869
Vahendustasud	–	–	472 596	668 801	659 002
Printsipaaltehingud	-674 375	331 359	574 895	662 213	642 824
Investeeringispangandus	–	–	997 955	1 526 637	1 417 807
Intressitulu	31 533	20 492	737 780	1 052 151	955 240
Realiseeritud väärtpaperite väärtuse tõus	641 476	590 581	243 957	30 394	62 957
Muu	643 997	983 649	485 492	570 465	549 228
Tulud kokku	642 631	9 405 332	10 999 007	12 334 907	11 683 927
Intressikulu	–	–	573 261	848 422	797 469
Netotulu	642 631	9 405 332	10 425 746	11 486 485	10 886 458
Kulud:					
Müüdud kaupade kulu	215 963	7 479 746	7 567 707	8 024 286	7 677 233
Kompensatsioonid ja hüvitised	77 903	166 145	1 352 654	1 841 674	1 665 465
Börsitehingute tasud	–	–	150 774	215 329	199 780
Intressid	111 707	92 581	84 964	117 174	111 412
Amortisatsioon ja depretsatsioon	36 799	116 388	167 425	185 993	224 133
Eraldis ebatöenäolistele kontodele	–	–	1 490	59 695	7 353
Müügi-, üld- ja muud kulud	166 949	220 839	674 188	799 639	754 827
	609 321	8 075 699	9 999 202	11 243 790	10 640 203
Kasum jätkuvatest tegevusvaldkondadest enne makse ja sidusettevõtete kasumit	33 310	1 329 633	426 544	242 695	246 255
Sidusettevõtete kasum	62 013	88 649	119 041	138 527	110 281
Kasum jätkuvatest tegevusvaldkondadest enne makse	95 323	1 418 282	545 585	381 222	356 536
Tulumaksu eraldis	62 398	531 153	136 481	165 971	109 947
Kasum jätkuvatest tegevusvaldkondadest	32 925	887 129	409 104	215 251	246 589
Kahjum lõpetatud tegevusvaldkondadest	-14 254	-18 361	-60 026	-17 893	429
Kasum (kahjum) lõpetatud tegevusvaldkondade müümisest	6 285	-4 127	13 115	1 667	5 093
Aruandeperioodi kasum	24 956	864 641	362 193	199 025	252 111
Vähemusosaluse kahjum	275	2 060	1 162	727	4 996
Kasum (kahjum) väljaostetavale vähemusosalusele	–	-12 235	9 282	8 616	26 543
Elisaktsiate dividendid	–	–	-3 397	-4 062	-4 063
<i>Leucadia National Corporationi</i> omanikele kuuluv kasum	25 231	854 466	369 240	204 306	279 587
Aktiakasum (mitte tuh)	0,10	3,49	1,07	0,54	0,74

Konsolideeritud rahakäibe aruanne

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Äritegevuse rahakäive:					
Aruandeperioodi kasum	24 956	864 641	362 193	199 025	252 111
Korrigeerimised:					
Edasilükkunud tulumaksu eraldis	22 424	484 974	70 047	126 885	134 016
Amortisatsioon	68 059	96 507	111 175	124 977	164 067
Muu depretsatsioon	28 564	73 606	27 789	14 767	8 006
Aktsiapõhised kompensatsioonid	23 264	14 459	87 309	109 838	74 087
Eraldis ebatõenäolistele kontodele	750	10 707	13 945	69 907	20 168
Väärtpaberite väärtuse tõus	-641 476	-590 581	-243 957	-30 394	-62 957
Sidusettevõtetega seonduv kasum	-62 013	-88 649	-211 221	-228 769	-185 998
Sidusettevõtete jaotused	31 927	65 461	137 098	176 491	223 658
(Kasumid) kahjumid kinnisvara, vara ja seadmetega seonduvalt	-95 687	-528 188	94 074	-27 784	29 776
<i>Fortescue Pilbara</i> projektiga seotud sissetulek	-24 222	107 881	–	–	–
(Kasum) kahjum lõpetatud tegevusvaldkondade müümisest	-9 669	6 349	-10 106	-12 566	-7 836
Muutus eelarvestatud kohtuprotsessi reservis	-2 241	20 000	–	101 710	-96 500
Muutused:					
Eraldatud ning hoiustatud raha ja väärtpaberid regulatiivsetel põhjustel	–	–	113 754	166 108	2 691 028
Käibevara	116 198	120 857	-383 682	-3 223 327	1 380 230
Investeeringud fondidesse	–	–	2 674	-80 247	-295 342
Laenatud väärtpaberid	–	–	-41 678	-1 497 438	-127 060
Ostetud väärtpaberid tingimustega need uuesti müüa	–	–	-156 197	-200 568	56 377
Nõuded vahendajate vastu	–	–	336 263	11 872	551 021
Nõuded väärtpaberite ostjate vastu	–	–	225	-349 767	58 233
Muud nõuded ja varad	-5 555	-42 436	-70 202	-268 443	-62 220
Äritegevuse kohustused	–	–	-2 511 777	1 832 930	-2 011 277
Laenatud väärtpaberid	–	–	600 539	95 607	420 929
Müüdnud väärtpaberid tingimusega need tagasi osta	–	–	2 794 412	-84 303	-688 355
Vahendajatele tasumata arved	–	–	-507 722	968 615	486 841
Väärtpaberite ostjatele tasumata arved	–	–	-249 305	1 089 423	-3 455 080
Tarnijatele tasumata arved ja muud kohustused	-36 262	30 348	345 345	-3 546	-225 711
Muud	4 212	-497	-8 655	-68 163	-93 967
Äritegevuse rahakäive kokku	-556 771	645 439	702 340	-987 160	-761 755
Investeeringutegevuse rahakäive					
Makstud maa, seadmete ning muu vara soetamisel ja liisitud vara parendusteks	-46 618	-79 014	-166 129	-600 837	-295 894
Laekumised kinnisvara, maa ja seadmete ning muude varade müügist	26 434	10 728	24 400	52 011	22 820
Varahalduse üksuste reorganiseerimine	–	–	–	-207 965	-16 512

31.12 lõppenud majandusaasta kohta	2011	2012	2013	2014	2015
Laekumised lõpetatud tegevusvaldkondade müügist	10 922	130 753	20 997	223 217	5 842
Laekumised <i>FMG Note</i> 'i võõrandamisest <i>Jefferies Group LLC</i> omandamisest lisandunud raha	–	715 000	–	–	–
Ülevõtmistel makstud raha	-1019 041	-25 232	–	-61 493	–
Makstud avansid	-4 511	-4 818	-1 934	-8 500	-420 219
Nõuete laekumised	19 392	31 021	18 852	22 002	153 004
Laenud ja investeeringud sidusettevõttesse	-124 313	-35 964	-2 388 540	-2 959 689	-1 492 060
Sidusettevõtetelt laekumised laenude tagasimaksmise tõttu	313 591	51 196	2 381 145	2 756 320	1 389 262
Pikaajaliste investeeringute soetamine	-3532 925	-2 689 715	-3 789 166	-1 821 635	-873 831
Tähtajaliste investeeringute lõppemisel laekunud summad	506 061	397 886	2 368 734	1 191 349	379 629
Investeeringute müügist laekumised	4 227 660	1 475 327	1 838 029	1 878 427	1 931 656
Muu	14 017	6 213	-724	-14 124	-2 532
Investeeringute rahakäive kokku	390 669	-16 619	3 323 622	449 083	781 165
Finantseerimistegevuse rahakäive:					
Saadud laenud	93 116	1 022	2 038 226	1 002 636	363 595
Muutus lühiajalistes laenudes	–	–	-88 000	–	298 659
Laenude tagasimaksed	-144 558	-572 924	-1 894 301	-434 278	-1 316 494
Saadud tagatud finantseerimisest	–	–	114 711	470 415	205 231
Vähemusosaluse poolt tüürettevõttes osaluse suurendamine	7 500	–	–	–	–
Lihtaktsiate emitteerimine	7 126	–	5 557	2 190	1 223
<i>Crimson Wine Groupi</i> eraldumisel kaotatud raha ja raha ekvivalendid	–	–	-21 042	–	–
Makstud väljaostetavale vähemusosalusele	–	-12 722	-8 073	-2 765	5 165
Makstud vähemusosalusele	-5 843	-3 909	-355 086	-7 797	-7 277
Vähemusosalustelt laekumised	660	1 083	65 870	54 259	15 469
Omaaktsiate ostmise	-155	–	-40 024	-75 728	-125 754
Makstud dividendid	-61 146	-61 146	-91 335	-93 071	-92 550
Muu	-3 337	-3 112	2 990	1 921	750
Finantseerimistegevuse rahakäive kokku	-106 637	-651 708	-270 507	917 782	-651 983
Valuutakursi muutuste mõju	-111	358	6 180	-10 525	-5 554
Muutus rahas ja raha ekvivalentides	-272 850	-22 530	3 761 635	369 180	-638 127
Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses	441 340	168 490	145 960	3 907 595	4 276 775
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	168 490	145 960	3 907 595	4 276 775	3 638 648

Allikas: [13:f-2–f-3,f-6–f-7]

SUMMARY

SPECIFICS OF FINANCIAL ANALYSIS OF HOLDING COMPANIES ILLUSTRATED BY THE EXAMPLE OF BERKSHIRE HATHAWAY INCORPORATION

Maret Niitla

Language:	Estonian	Figures:	19
Pages:	60	Tables:	1
References:	46	Appendixes:	4
Keywords:	holding company, holding, conglomerate, financial analysis, ratio analysis, vertical analysis, horizontal analysis, intrinsic value, Berkshire Hathaway Incorporation, Leucadia National Corporation, The Allstate Corporation, SAP		

Berkshire Hathaway Incorporation (herein BRK) has issued moreover than 1.2 billion shares, included in Standard & Poor's 500, thousands have entrusted their money to them along with shareholders and insurants. Nevertheless, the holding company has not declared a cash dividend since 1967 and it is rather complicated for investors to base their buy-hold-sell decision solely on usual P/E and ROE ratios in view of 89 subsidiaries. As a result, the question remains whether standard financial analysis methods could be employed in review of conglomerates as well, not to forget BRK's subcompanies from insurance till freight rail transportation and lollipops' businesses.

In addition, thesis's angle is influenced by BRK's tax manipulation and Buffettised economy of USA, discussed in various foreign media channels. Most importantly, CEO Warren Buffett as well as vice chairman Charlie Munger are about to retire considering their age near 90, leaving shareholders with a serious concern over next management capability. Therefore, possible changes in dividend strategies and in the structure of BRK are also playing its part on stock exchange, not to mention ups and downs occurring in BRK's different business segments from time to time.

In relation to the information above, the purpose of this thesis is to ascertain the possibilities and barriers of financial analysis of holding companies with the intention of developing solutions to the problems.

In order to achieve aforementioned aim, the author set forth the following tasks:

- to give an overview of Berkshire Hathaway, its competitors and specifics of accounting principles in insurance as well as the overall advantages and disadvantages of being a holding;
- to discuss financial analysis theory in relation to holding companies;
- to conduct financial analysis so that solutions could be drawn.

Accordingly, the thesis encompasses horizontal, vertical and ratio analysis of BRK's financial position, cash flow and statements of earnings during 2011–2015. Ratios are compared to industry averages where applicable and to subsidiary GEICO, this way providing readers with meaningful comparisons and trend lines. Eventually, Warren Buffett's own method is performed to calculate approximate intrinsic value of BRK and to find differences in market value.

As a result, the author reached conclusions that are divided into three kind:

1. Possibilities:

- When analysing statement of earnings, it is beneficial to use segment reporting in order to determine the most profitable part of a holding where there should be more resources put into. For example, BRK's best gross margin exists in finance and financial products segment, nonetheless it is the smallest segment in BRK.
- Even though profitability indicator ratios, such as ROE, OpROE, ROA and ROI, are different among subcompanies, for the shareholder of the holding company it really matters how the conglomerate as a whole makes profit concerning one dollar he/she had invested.

2. Problems and solutions:

- Horizontal analysis is not sufficient enough to evaluate substantial movements as the reasons could be purely due to increased goodwill or sold operating businesses which are typical transactions for holdings. Therefore, it is crucial for investors to analyse notes to consolidated statements where business acquisitions are described and observe the trend line of goodwill. Moreover, segment reporting can solve the problems of industry specifics and vertical analysis compensates the weaknesses of horizontal one by showing merely percentage, not just increased or decreased numbers.
- Prudence during vertical analysis should be considered as different accounts of different subsidiaries could possibly offset each other. For example, relative importance of current assets in one subsidiary can balance the other one's non-current assets proportion showing no problem as a whole. One solution would be to compare the results of vertical analysis with the ratios of profitability and operating performance. E.g. when ROA has declined remarkably, but vertical analysis does not imply that non-current assets hold a significant percentage of balance sheet, then it is worth looking into the bigger subsidiaries as there may be some assets that do not provide holding with an additional value.
- When implementing ratio analysis on holding company's consolidated accounts, weaknesses of ratios nearly double as balance sheet is influenced by Christmas and New Year's Eve as well as increased insurance benefits due to wintry road conditions. Moreover, finding adequate comparisons with industry averages is rather complicated, though segment reporting reduces the problem, except for ratios involving equity accounts. Still, there is a possibility to analyse

the holding in view of months or quarters and using as much data from cash flow statement as possible.

- Liquidity measurement ratios and indicators of management of floating assets are hardly interpreted on consolidated sheets since they are company-specific. This way, comparisons between average collection period and days payable outstanding are meaningless and net working capital may not be as safe as it seems. Again, using profitability ratios along with investment valuation ratios and cash flow statement is a must-do. Furthermore, when analysing holdings with homogeneous subsidiaries, multi-activity data envelopment analysis (DEA) model is a key to calculate productivity of different subsidiaries.

- The more diversified portfolio of subsidiaries the holding company controls, the more volatile investment valuation ratios, such as P/E and P/R, are. Just to imagine, whether it is easier to set a stock price for a company involved only in retailing or to a company active in multiple distinct business segments. As a result, investors cannot solely count on P/E ratio, rather they should apply different indicators together as well as analyse changes in operating activities and dividend policy.

3. Other, including BRK:

- BRK's insurers competitive advantage relies solely on insurance margin as by combined operating ratio BRK's main competitor The Allstate Corporation has caught up. In other words, should returns on investments decline as could happen when Buffett and Munger retire, question arises whether BRK's insurance segment stays as strong as it has so far.

- BRK's actual growth rate has declined and since 2015 it is smaller than sustainable growth rate which indicates difficulties that conglomerates face when reached their maximum size. Since BRK has not declared dividends for almost 50 years, shareholders should keep their eye on whether dividend policy is about to change or treasury stocks are bought back.

- In view of BRK's analysis results, if it could raise its ROE slightly for the year of 2016, BRK's stocks are worth buying considering their intrinsic and market value as both stocks, A and B, are undervalued on the stock exchange. Following buying decision, it is from now on to use technical analysis in order to set the timing of purchase.

- In spite of the fact that holding's and subsidiary ratios are naturally different, they tend to follow the same trend line, but drastic changes in subcompany's ratios do not affect the holding substantially (depending of course on the percentage that subsidiary has in holding). In addition, holding's ratios are rather more stable than subcompany's, though the more analysts specialize in accounts, e.g. by segment reporting, the less stability could be found as thesis showed in BRK's segment of insurance.

Nonetheless, in the future it is worth applying multi-activity DEA model in order to analyse holding companies with homogeneous subsidiaries. In addition, examining leverage and debt ratios where borrowings are of a relative importance or problematic would be another possible output of financial analysis of holdings. Insofar as the holding does not have to be as large as BRK, analysis of Estonian holding companies, for example NG Investeeringud OÜ and Ambient Sound Investments OÜ, could be employed to reach a local perspective.

Deklareerin, et käesolev lõputöö, mis on minu iseseisva töö tulemus, on esitatud Tallinna Tehnikaülikooli diplomi taotlemiseks ning selle alusel ei ole varem taotletud akadeemilist kraadi ega diplomit.

Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjanduslikest allikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Autor:
(Maret Niitla, 5. detsember 2016)

Üliõpilaskood:

Töö vastab kehtivatele nõuetele.

Juhendaja:
(Ester Vahtre, 5. detsember 2016)

Kaitsmisele lubatud: ”.....” 2016

TTÜ TK kaitsmiskomisjoni esimees:

.....