

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Sten Martin Üürike

**BÖRSIETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS LHV GROUP
NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava Ärindus, peeriala Äirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 6893 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Sten Martin Üürike

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 185513TABB

Üliõpilase e-posti aadress: Sten Martin Üürike

Juhendaja: Kalle Ahi, MA:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	7
1.1 Õiglase väärtuse hindamise olemus	7
2. AS LHV GROUP	16
2.1 AS LHV Group tutvustus	16
3. AS LHV GROUP ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	24
3.1.1 Vabade rahavoogude prognoosimine	24
3.1.3 Terminaalväärtuse leidmine ning õiglase väärtuse hindamine.	27
3.2 Kontroll saadud tulemustele läbi dividendide kasvumäära mudeli	28
3.4 Hinnang saadud tulemustele	31
KOKKUVÕTE	34
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	36
SUMMARY	38
LISAD	40
Lisa 1.Lihtlitsents.....	40

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureuse töö eesmärgiks on välja selgitada börsiettevõtte AS LHV Group aktsia väärtus ning kui palju see erineb ettevõtte turuhinnast. Töö pealkiri on: Börsiettevõtte väärtuse hindamine AS LHV Group näitel. Teemavaliku puhul lähtub töö autor eelkõige enda isiklikust huvist investeerimise vastu ning ühtlasi aitab ettevõtte väärtuse hindamine võtta vastu paremaid investeerimisotsuseid. Väärtuse hindamisel kasutatakse diskonteeritud dividendide ning võrreldavate ettevõtete suhtarvude meetodit. Diskonteeritud dividendide meetodi puhul leitakse aktsia väärtus läbi prognoositavade dividendide, leides nende nüüdisväärtuste summa. Võrreldavate suhtarvude meetod baseerub hinnatava ettevõtte ja temaga sarnaste ettevõtete finantssuhtarvude võrdlemisel. Oluline on ka valida vastavale sektorile mõeldud konkreetsed suhtarvud.

Diskonteeritud dividendide meetodi kaudu arvutas töö autor ettevõtte AS LHV Group aktsia õiglaseks väärtuseks 22,7 eurot, mis moodustab ligi 53% tema turuhinnast. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 26,16 eurot, mis moodustab tema turuväärtusest ligi 60,6%. Kahe meetodi keskmiseks hinnaks kujunes 24,43 eurot. 31.12.21 seisuga oli AS LHV Group aktsia turuhind 43,2 eurot, mis tähendab, et kahe meetodi saadud tulemuste keskmise järgi on aktsia hind ligi 43% võrra ülehinnatud tema õiglasest hinnast.

Võtmesõnad: õiglase väärtuse hindamine; diskonteeritud dividendide meetod; võrreldavate suhtarvude meetod; AS LHV Group

SISSEJUHATUS

Tänapäeval on investeerimine kogumas üha enam populaarsust, aitamaks inimestel leida viise, kuhu oma varasid paigutada. Erinevaid väärtipaberite tehinguid saab sõlmida kõigest mobiilirakenduse nupu vajutusega. Üks investeerimise levinumaid funktsioone on aktsiatega kauplemine. Paraku ei ole aktsiatesse investeerimisotsus nii lihtne kui selle tehingu sooritamine, mistõttu peab investor tegema kaalutletud otsuse, kas antud aktsiatesse investeerimine on üldse mõistlik. Kuna börsile saabuvad uued inimesed, kellel pole veel piisavalt teadmisi investeerimisest, ei pruugi nad teha õigeid otsuseid. Et vältida spekulatiivset investeringut aktsiatesse, aitab investoritel finantsotsuste tegemisel kaasa ettevõtte õiglase väärtuse hindamine, mille abil on võimalik määratleda, kas aktsiat müüakse turul kallimalt või odavamalt, kui on tema tegelik väärtus.

Et leida hinnang ettevõtte õiglasele väärtusele ning seeläbi aidata investoritel teha otsuseid aktsiatesse investeringute jaoks, soovib töö autor leida börsiettevõtte AS LHV Group õiglase väärtuse. Konkreetse ettevõtte valis autor sellepärast, et AS LHV Group aktsiahind tõusis 2021. suvel kahe kuu jooksul pea kahekordseks, olles sellega kõige kallim aktsia Nasdaq Baltic turul. Töö autor soovib selgust saada, kas selline aktsia hinnatõus on põhjendatud.

Autorit inspireeris antud teema puhul tema enda huvi aktsiatesse investeerimise vastu. Kuna autoril endal on vähesed teadmised investeerimisest, aitab konkreetne töö temal endal tulevikus saada paremad teadmised investeerimisotsuste kohta. Lisaks on lõputöö teema suurepärane viis, et rakendada teoreetilisi teadmisi praktilise poole pealt.

Lõputöö eesmärgiks on hinnata ettevõtte AS LHV Group fundamentaalne väärtus diskonteeritud dividendide meetodil ning võrreldavate ettevõtete suhtarvude meetodil. Saadud tulemused näitavad ettevõtte fundamentaalset väärtust ning on abiks investoritel investeerimisotsuste vastuvõtmisel.

Käesoleva töö jaoks on autor püstitanud järgmised küsimused:

- 1) Milline on ettevõtte AS LHV Pank väärtus diskonteeritud dividendide meetodil?
- 2) Milline on ettevõtte AS LHV Pank väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erinevad meetodite tulemused teineteisest?
- 4) Kui palju erinevad meetodid turuväärtusest? (otsus aktsiahinna kohta)

Töö esimeses peatükis kirjeldatakse panga kui finantsasutuse väärtuse hindamise olemust ning käsitletakse diskonteeritud dividendide meetodit ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Töö teises peatükis antakse ülevaade uuritavast ettevõttest AS LHV Group: tutvustus, ettevõtte ajalugu, finantsandmete kajastamine ning lühiülevaade aktsiast. Kolmandas peatükis kajastatakse ettevõtte väärtuse hindamise meetodite arvutuskäikusid ja nende saadud tulemusi ning arutelu.

1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1 Õiglase väärtuse hindamise olemus

Väärtuse hindamist võib pidada rahanduse keskseks aspektiks. Ettevõtte rahanduse haldamisel püütakse leida viise, kuidas kõige efektiivsemalt suurendada ettevõtte väärtust läbi investeeringute, finantseerimise ning dividendipoliitika. Portfelli haldamisel püütakse leida ettevõtteid, mis kauplevad aktsiaturgudel enda tegelikust väärtusest väiksema hinnaga ning seeläbi teenida tulevikus kasumit (Damodaran, 2007). Vara väärtuse teadmine ei pruugi olla küll investeerimise ega edukuse garantiiks, aga see aitab teha meil teadlikumaid otsuseid (Damodaran, 2011) Mõistlikute otsuste langetamise eelduseks on oluline mõista, millest sõltub ettevõtte väärtus ning kuidas seda hinnata. (Damodaran, 2007). Eduka investeerimise ja varade haldamise aluseks ei ole üksnes selle väärtuse teadmine, vaid ka teadmiste omandamine, millised on nende väärtuse sisendid. (Damodaran, 2012)

Ettevõtte väärtus võib erineda mitmetel põhjustel, näiteks analüütikud kasutavad ettevõtte väärtuse hindamisel laialdaselt erinevaid mudeleid, alustades väga lihtsatest mudelitest kuni lõpetades väga keeruliste mudelitega. Kuna mudelid kasutavad erinevaid sisendeid, siis tihti peale on ka saadud tulemused erinevad. Kuna mudelite eelduseks on erinevad tingimused, siis liigitatakse need üldisemate väärtuse hindamise meetodite alla. See aitab omakorda näha, millised on mudelite nõrkused ning kuidas nad sobituvad ettevõtte väärtuse hindamise otsustamisel. (Damodaran, 2007)

Millist rolli täidab väärtuse hindamine portfelli haldamises, sõltub eelkõige investori enda strategiast. Näiteks passiivse investori puhul ei täida varade haldamisel suurt rolli väärtuse hindamine, samas kui aktiivse investori puhul on selle roll oluliselt suurem. Isegi aktiivsemate investorite puhul võib väärtuse hindamine ning selle olulisus erineda sõltuvalt investeeringute liigist: näiteks pikaajaliste investeeringute puhul, peaksid investorid keskenduma pigem konkreetse ettevõtte väärtuse hindamisele, samas kui päevakauplemist tegevad investorid peaksid tähelepanu pöörama pigem aktsiaturgude väärtusele (Damodaran, 2012). Enamikule investoritele on väärtuse hindamine liiga keeruline ülesanne, mistõttu lasevad nad investeerimisotsuste puhul teha väärtuse hindamise analüütikutel või jätavad hoopis tegemata. (Damodaran, 2011)

Õiglase väärtuse hindamise peamised põhjused (Fernandez, 2001):

- Ettevõtte aktsiatega ostu- ja müügitehingute jaoks
- Börsil erinvate otsuste vastuvõtmiseks seoses portfelli ja aktsiatega haldamisega
- Aktsiate esmase emisiooni hindamine
- Pärandite ja testamentide hindamine
- Lisandväärtuse loomisel tekitavatele kompensatsioonidele
- Ettevõtte tulusamate allüksuste kindlaks tegemisel
- Ettevõtte jätkusuutliku strateegiliste otsuste langetamiseks
- Ettevõtte üldiste strateegiliste otsuste tegemiseks

1.2. Õiglase väärtuse hindamine panga puhul ning peamised meetodid

Üllataval kombel on pankade väärtustamist käsitletud väga vähesed artiklid või raamatud. Leidub palju artikleid, mis käsitlevad erinevaid analüüse sellest, kuidas erinevad hoiuste-ja intressimääradest tingitud muutused mõjutavad panga aktsiatest saadavat tulu, kasumlikkust ning omakapitali väärtuse muutust. Aga vähe leidub artikleid, mis käsitleksid panga väärtuse hindamist (Dermine 2010). Investeerimispankade, kindlustusfirmade ja finantsasutuste hindamine on alati olnud väga keeruline, mistõttu leidubki suhteliselt vähe põhjalikku teooriat ning metoodilist tööd käsitlevat kirjandust antud valdkonna kohta (Harvotova, 2010). Peamisi probleeme, miks finantsasutuste väärtuse hindamine on keeruline, on mitu. Esiteks on vabade rahavoogude hindamine finantsasutustesse kontekstis keeruline, kuna kapitalikulud, käibekapital ning kohustised pole selgelt defineeritud. Teiseks, enamik finantsteenuseid osutuvaid ettevõtteid tegutsevad õigusliku raamistiku alusel, mis reguleerib, kuidas nad ennast kapitaliseerivad ning investeringuid sooritavad. Ettevõttevälised regulatsioonid võivad tekitada suuri nihkeid ettevõtte väärtuses. Kolmandaks on panga raamatupidamisreeglid ajalooliselt oluliselt erinenud teiste ettevõtetega võrreldes. (Damodaran, 2013)

Panku võivad mõjutada mitmed erinevad tegurid: hoiu-ja laenumahtude suurenemine, tehnoloogia uuendused, tulud erinevatelt finantsteenustelt ja opereerimisplatvormidelt (mobiilne pank, internetipank, e-rahakott, telefonirakendused, krediitkaardid). Võttes arvesse panga rolli majanduses, on iseenesest mõistetav, et panga kasumlikkust mõjutavad oluliselt makromajanduslikud tegurid nagu inflatsioon, intressimäärad, SKP ning tööhõive. (Soykan, 2020)

Finantsettevõtete puhul esineb probleeme, kuidas hinnata vabu rahavooge. Erinevalt tootmisettevõtete puhul, kus investeeritakse tehasesse ja seadmetesse ning muusse põhivarasse, finantsettevõtted investeerivad peamiselt immateriaalsesse põhivarasse nagu kaubamärk ning inimkapital. Sellised investeeringud liigitatakse tihti raamatupidamises tegevuskulude alla. Sellisel juhul kas ei kajastu aruandes üldse või on väga väikesed kapitalikulutused koos madala amortisatsiooniga. Kui käibekapitali defineerida käibevara ja lühiajaliste kohustiste vahena, siis langeks suur osa bilansist ühte kahest eelnimetatud kategooria alla. Tulenevalt sellest esineb kaks probleemi. Esiteks pole võimalik kindlaks teha ettevõtte rahavoogusid ilma investeeringute hindamiseta. Teiseks muutub kasvuproгноosimine väga keeruliseks, kuna reinvesteeringute määra pole võimalik teada. (Damodaran, 2013)

Finantsteenuseid osutavad ettevõtted on väga rangelt reguleeritud üle maailma, kuigi regulatsioonid võivad teatud määral varieeruda riikide suhtes. Üldiselt võib määratleda need regulatsioonid kolme punkti (Damodaran, 2013):

- Pangad ning finantsasutused peavad säilitama vabakapitali, mis arvutatakse nende omakapitali bilansilise väärtuse ja toimingute põhjal. See on vajalik, et ettevõtted ei tegutseks üle enda võimete piiri ning sellega ühtlasi ei paneks investorite ja hoiustajate vara ohtu.
- Pangad ning finantsasutused on sageli tugevalt piiratud sellepolest, kuhu nad võivad enda investeeringuid teha.
- Uute ettevõtete või sisenemine ärimaailma või nende ühinemine on tihti tugevalt kontrollitud finantsinspektsioonilaadsete asutuste poolt.

Antud punktid on tähtsad finantsasutuste hindamisel, kuna nende kontrolli teostatakse rangelt ning regulatsiooni muudatuste korral võivad kaasneda riskid tulevikus, mis omakorda mõjutavad ettevõtte väärtust. (Ibid.)

Finantsasutuste kasumi mõõtmiseks ning bilansilise väärtuse kajastamiseks kasutatavad raamatupidamisreeglid erinevad ülejäänud ettevõtete suhtes kahel põhjusel: (Ibid)

- Esiteks on finantsteenuseid osutavate ettevõtete varad tavaliselt finantsinstrumendid nagu võlakirjad ning väärtpaberid, mida on tihti võimalus kohe turul kasutada, mis tähendab, et nende väärtus võib pidevalt varieeruda. Sellises olukorras pole finantsasutusest erinevatest ettevõtetel sarnastel positsioonidel.
- Teiseks on finantsteenuseid osutava ettevõtte olemus, et pikkade kasumi perioodide vahele võivad tekkida lühiajalised kahjumid, kuna laenuvõtjad võivad jääda

maksejõuetuks. Sellisel juhul võib tekkida olukord, kus pangal on keeruline raamatupidamise seisukohalt ette kanda kasumeid, kuna samal ajal on vaja eraldi moodustada.

Adams ja Rudolf (2010) eristavad panganduse tunnused nelja erinevasse aspekti, et väärtuse hindamisel leida selge lähenemisviis. Esiteks on pangandussektor rangelt reguleeritud. Teiseks, pangad tegutsevad bilansi mõlemas pooles, lisaks laenude andmisele, proovitakse kasumit suurendada läbi kapitali suurendamisel. Kolmandaks, lisaks laenuvõtjate maksejõuetusele, võtavad pangad riske ka läbi enda ärimudelite. Lõpetuseks, panga väärtus ning kasum on palju rohkem sõltuvad intressimäärariskist kui teised ettevõttesektorid. (Deev, 2011)

Deev (2010) toob välja neli peamist hindamismeetodit, millel omakorda on veel mitu erinevat lähenemisviisi

1. Varapõhine ehk bilansiline meetod – ettevõtte varade hindamine, kus lähtepunktina kasutatakse bilansilist väärtust
2. Turupõhine hindamine – ettevõtte hindamisel kasutatakse võrreldavate ettevõtetega suhtarvude meetodit
3. Tulumeetod ehk tulevaste rahavoogude leidmine – ettevõtte nüüdisväärtus leitakse tuleviku rahavoogude prognoosi põhjal
4. Tinglike nõuete hindamise meetod - optioonil põhinevate tunnustega varade hinnakujundusmudelid

Käesoleva töö autor on otsustanud panga hindamise meetodiks kasutada diskonteeritud dividendide meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodit.

1.3. Diskonteeritud dividendide meetod

Ettevõtte hindamismudelid põhinevad suuremas osas diskonteeritud rahavoogude lähenemisviisil. Kui tavalise ettevõtte puhul arvutatakse väärtuse leidmiseks tema tulevaste vabade rahavoogude nüüdisväärtus, siis paljude finantsinstitutsioonide, nagu pank, puhul ei ole selline meetod hea, kuna panga tegevus-ja finantseerimisotsuseid ei saa teineteisest eraldada (Mauboussin & Callahan, 2014). Tavaliselt on pankade korral rakendatud kahte erinevat diskonteeritud meetodil lähemist: Diskonteeritud dividendi mudel (DDM) ning rahavoogude-omakapitalimudel (CFE) (Soykan, 2020). Diskonteeritud dividendi mudel (DDM) on üks peamisi diskonteeritud rahavoogude

modelite alternatiivseid laiendusi, mis on eelkõige suunatud pankade väärtuse hindamisele, kuna tegu on avalikult kauplevate ettevõtetega (Deev, 2010). Dividendid on ettevõtete kõige lihtsamini genereeritavad rahavood, mistõttu võetakse nad hindamismudelites kasutusele. Kõik diskonteeritud dividendide mudelid baseeruvad põhimõttel, et aktsia väärtuseks on tema tulevikus oodatavate dividendimaksete summa, mis tuuakse üle nüüdisväärtuseks. (Corelli, 2017). Kuigi mõningate analüütikute arvates on see mudel juba vanamoeline, on see siiski populaarne finantsteenuseid osutavate ettevõtete jaoks, tulenevalt rahavoogude prognoosimisel kaasnevate probleemidega. (Damodaran, 2013)

Dividendide prognoosimine on keeruline ülesanne ning kogemused näitavad, et pikemas perspektiivis võib esineda suuri erinevusi aktsionäride ootuste ja väljamakstavate dividendide suhtes. Fazzini (2018) toob välja kaks peamist põhjust, miks kasutada DDM meetodit DCF meetodi asemel. Esiteks kalkuleerib DDM mudel puhtalt aktsionäri seisukohast maksimeerida ettevõtetesse investeeritud kapitali. Teiseks baseerub DDM mudel dividendide väljamaksete prognoosidele. Potentsiaalsete dividendide väljamakse põhineb puhaskasumil, aga reaalsete dividendide väljamakse põhineb vabadel rahavoogudel (Fazzini, 2018). Klassikaline mudel avaldub kujul (Damodaran, 2013):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t} \quad (1)$$

Kus:

$E(DPS_t)$ - oodatav dividend aktsia kohta

k_e - omakapitalihind

Juhul, kui ettevõtte on algfaasis ning dividendi kasvumäär on ebastabiilne, kasutatakse kahe-etapilist mudelit. Sellisel juhul prognoositakse eraldi ebastabiilne ning stabiilne kasvuperiood. Valem avaldub järgmisel kujul: (Pinto, 2020)

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + r)^t} + \frac{v_n}{(1 + r)^n} \quad (2)$$

Kus:

D_t – dividend perioodil t

v_n - terminaalkväärtus

r – diskontomäär

Kahe-etapiline mudel eeldab, et esimesed dividendid perioodil n kasvavad lühiajal suurema ja ebastabiilsema määraga (Ibid.)

$$D_t = D_0(1 + g_s)^t \quad (3)$$

Kus:

D_0 - on viimane makstud dividend

g_s - ebastabiilne kasvumäär

Kui eeldatavalt on dividendi kasvumäär jõudnud stabiliseerumisperioodini, tuleb leida terminaalkväärtus (Ibid.)

$$V_n = \frac{D_0(1 + g_s)^n(1 + g_L)}{r - g_L} \quad (4)$$

Kus:

D_0 - on viimane makstud dividend

g_s - ebastabiilne kasvumäär

g_L - stabiilne kasvumäär

r - diskontomäär

De Luca (2017) toob välja, et börsile hiljuti sisenenud ettevõtete dividendi kasvumäärad on erakordselt ebastabiilsed. Hinnanguliselt võivad ebastabiilsed kasvuperioodid kesta kuni kümme aastat, kuid peale 5 aastat on juba keerulisem öelda, millal kasv stabiliseerub. (De Luca, 2017)

Diskonteeritud dividendi mudeli puhul keskendub peamine arutelu sellele, kuidas leida tema diskontomäär. Diskontomäärana panga puhul tuleb kasutada omakapitalihinda. Hrđy (2018) toob välja, et DDM ja FCFE mudelite puhul on soovituslik kasutada CAPM (capital asset pricing model) mudelit (Hrđy, 2018). CAPM mudel põhineb arusaamal, et investorid hindavad vara riski kogu nende portfelli süstemaatilise riski suhtes. Kuna CAPM pakub majanduslikult tasakaalustatud ning objektiivset lähenemisviisi omakapitali nõutava tootluse leidmiseks, siis on see kõige laialdasemalt kasutatud mudel. Omakapitali hind võrdub riskivaba tulumäärana ning panga süstemaatilise riski (beeta), mis on eelnevalt läbi korrutatud tururiski preemiaga, summaga. (Stowe, 2010)

Mudel avaldub kujul (Ibid.):

$$E(R_i) = R_f + \beta \times [E(R_M)] \quad (5)$$

Kus:

$E(R_i)$ – Oodatav omakapitali hind

R_f - riskivaba tulumäär

β – beetakordaja

$E(R_M)$ – tururiski preemia

Pangakirjandusete (Copeland, Koeller and Murrin, 2000; Goedhart and Wessels, 2005; Gross, 2006), Fiordelisi and Molyneux, 2010) kohaselt kasutatakse riskivaba tulumäära leidmisel valitsuse 10-aastase võlakirjade tootluse näitajat. (Aggelopoulos, 2016)

Beetakoefitsent väljendab tundlikust tururiskile, selle väärtuse valimisel esineb eriarvamusi. Hardy (2005) soovib võtta beeta väärtuse võrdseks ühega, kuna ta eeldab, et beeta väärtuste erinevused on võrdlemisi väikesed, et avaldada nähtavat mõju riskipreemiale. Erinevad kirjandusteosed (MSDW, 2001; Copeland, Koeller and Murrin, 2000) soovivad kasutada beetakordajat, mis võetakse avalikest andmebaasidest nagu Bloomberg, Data Stream, või Damodaran. (Ibid.)

1.4. Võrrelovate suhtarvude meetod

Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetod on üks tõhusamaid ja paindlikumaid viise ettevõtte väärtuse hindamiseks, on siiski hea kasutada ka võrrelovate suhtarvude meetodit, et saada parem ülevaade ning hinnang eelnevalt kasutatud hindamismeetodile. Suhtarvude meetodi rakendamine ongi üldiselt mõeldud kontrollimaks teise hindamismeetodi tulemuste adekvaatsust, mitte lihtalt ettevõtte väärtuse hindamiseks. Suhtarvude hindamise põhimõte seisneb selles, et sarnased ettevõtted peaksid müüma sarnase hinnaga, olgu nendeks majad või aktsiad (Koeller, 2010). Suhtarvude meetodil võrreldakse reeglina sarnaseid ettevõtteid, et kindlaks teha konkreetse ettevõtte või selle omakapitali väärtus. Üldiselt peaksid võrrelovad ettevõtted tegutsema samas sektoris ning olema sarnaste rahavoogudega, laienemise potentsiaaliga ja riskidega. Ideaalis oleksid ettevõtted teineteisega identsed, kuid sellist olukorda tõenäoliselt ei teki, mistõttu ongi eelnimetatud faktorid peamiseks kriteeriumiteks, kuidas ettevõtteid selekteerida. (Damodaran, 2007) .

Fernandez (2001) eristab suhtarvud kolme gruppi:

1. Suhtarvud, mis baseeruvad ettevõtte finantseerimisel ehk omakapitalil, mille eeliseks on nende kerge mõistmine ning kalkuleerimine
2. Suhtarvud, mis baseeruvad ettevõtte väärtusel, kus lisaks omakapitalile liidetakse juurde finantsvõlad.
3. Suhtarvud, mis on mõeldud ettevõtetele, mis tegutsevad sektoris, kus kasvumäär toimub kiiremini kui teistes sektorites (luksuskaubad, meditsiin, tehnoloogia ja telekommunikatsioon)

Ettevõtete väärtuse hindamisel kasutatavaid suhtarve nagu EBITDA või EBIT on raskesti kohandatavad finantsteenuseid osutatavate ettevõtete puhul, kuna mõlema puhul on keeruline hinnata ettevõtte väärtust ning tegevustulu. Finantsteenuseid osutavate ettevõtete puhul tuleks kasutada omakapitalil baseeruvaid suhtarve (Damodaran, 2009).

Võrreldavate suhtarvude meetod on lihtsaim viis panga väärtuse leidmiseks (Dermine, 2010). Kõige sobivamad suhtarvud panga väärtuse hindamisel on aktsia hinna ja kasumi suhe (P/E) ning aktsia hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe (P/B) (Deev, 2010). Damodaran (2012), Hrdy (2011) ning Massari, Gianfrante ja Zanetti (2014) soovivad kasutada kõige traditsioonimaliste suhtarvudena P/E ja P/B suhtarve. (Hrdy, 2011)

P/E suhtarv on analüütikute üks populaarsemaid meetodeid ettevõtte väärtuse arvutamiseks. Selle meetodi heaks omaduseks on aktsia riski ja kasvumääraga arvestamine. Selle meetodi funktsioon sõltub paljuski, millised pangad me võrdluseks valime (Soykan, 2020). Võrreldavate pankade leidmine on suhteliselt keeruline, valiku puhul tuleks jälgida eelkõige sarnaseid kasvumäärasid ning riske nende ajaloo põhjal. (Deev, 2010) Lihtsustades näitab P/E suhtarv, kui palju tuleb investeerida firmasse, et see teeniks aastas 1 euro kasumit aktsia kohta, ehk üldiselt mida kõrgem on saadud suhtarvu väärtus, seda ebatõenäolisem on aktsiate soetamine investori vaatepunktist. (De luca, 2017)

Hinna ja kasumi suhe pankade puhul arvutatakse samamoodi välja nagu teiste ettevõtete puhul, valem avaldub järgmiselt (Damodaran, 2013):

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} = \frac{\text{hind aktsia kohta}}{\text{kasum aktsia kohta}} \quad (6)$$

Hinna ja kasumi suhtarv funktsioneerib kolme muutujaga: sissetulekute oodatav kasvumäär, dividendide väljamaksete suhe ning omakapitali maksumus. Nagu teiste sektorite ettevõtete puhul, on ka finantsettevõtetele suuremad P/E suhtarvud, kui nende oodatav kasumi kasvumäär ja dividendi väljamaksete suhe on suuremad ning kapitalikulutused väiksemad. (Damodaran, 2013)

P/B suhtarvu ehk aktsiahinna ja aktsia bilansilise väärtuse suhet tuntakse ka P/BV või M/BV tähistena. Lisaks pankadele, kasutatakse ka P/B suhtarvu ka kinnisvara, kindlustusfirmade ning tselluloosi- ja paberitööstusettevõtete puhul (Fernandez, 2001).

P/B suhtarv avaldub kujul (Soykan, 2020):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{omakapital aktsia kohta}} \quad (7)$$

Nagu P/E suhtarvu puhul, on ka P/B suhtarvu väärtus kõrgem, kui tema omakapitalitootlus, kasumi kasvumäär või dividendide väljamakse suhe suureneb või omakapitali kulud vähenevad. Nende nelja faktori seas on omakapitalitootlus kõige suurema mõjuga P/B suhtarvule. Kuna panga omakapitali bilansiline väärtus on lähedamal omakapitali turuväärtusele, on ka omakapitali tootluse ning aktsiahinna ja bilansilise väärtuse suhtarvu seos tugevam kui teiste sektorite ettevõtetel (Soykan, 2020). Ettevõtted, mille turuhind on madalam kui bilansiline väärtus, peetakse alahinnatuks ning ettevõtted, millel on kõrgem turuhind bilansilisest väärtuseks, peetakse ülehinnatuks. (De Luca, 2017)

2. AS LHV GROUP

2.1 AS LHV Group tutvustus

LHV on asutatud 1999. aastal Rain Lõhmuse ja Andres Viisemanni poolt. Ettevõtte asutati LHV investeerimisühinguna, samal aastal alustati maakleritegevust ja portfellihooldust ning asutati LHV Varahaldus. 2005. aastal asutati LHV Group ning 2009 aastal saadi pangalitsents ja võeti kasutusele ärinimi AS LHV Pank. Eestis asuvad ettevõtte esindused Tallinnas ja Tartus. 2022. aasta seisuga töötab ettevõttes enam kui 650 inimest, kellest ligi 90% töötab Tallinnas. Hetkeseisuga on LHV suurim kodumaine finantskontsern ning kapitali pakkuja Eestis, kus teenuseid pakutakse ligi 500 000 kliendile, millest pangateenuseid kasutab üle 321 000 kliendi ning pensionifondide üle 170 000 kliendi. 2018. aastal avati filiaal Londonis. 2021. aastal asutati uus tütar-ettevõtte LHV UK Limited, mille eesmärgiks on kujundada eraaldiseisev pank Ühendkuningriigis. (LHV, 2022; AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne, 2021)

Järgnevas tabelis on välja toodud AS LHV Groupile kuuluvad 5 tütar-ettevõtet

Tabel 1. AS LHV Group tütar-ettevõtted

Tütar-ettevõtte	AS LHV Pank	AS LHV Kindlustus	AS LHV Finance	AS LHV Varahaldus	LHV UK Limited
Peamine tegevusala	Pangandus	Kindlustus	Tarbija finantseerimine	Fondide valitsemine	Pangandus
LHV Osalus	100%	65%	65%	100%	100%

Allikas: Autori koostatud AS LHV Group konsolideeritud aastaaruande põhjal

AS LHV Pank on suurim kodumaine pank, mis keskendub ettevõtlikutele, aktiivsetele ja iseseisvatele klientidele. Erakliendile pakub pank igapäevast rahaasjade korraldamist ning eluasemelaene. Äriklendile pakub pank samuti igapäevast rahaasjade korraldamist ning paindliku ja sobivat finantseerimist. Finantsvahendajatele pakub pank ühtset pangateenuse platvormi. Hoiustes, laenudes ning igapäevapanganduses hõlmab LHV Pank üle 10% turuosast Eestis.

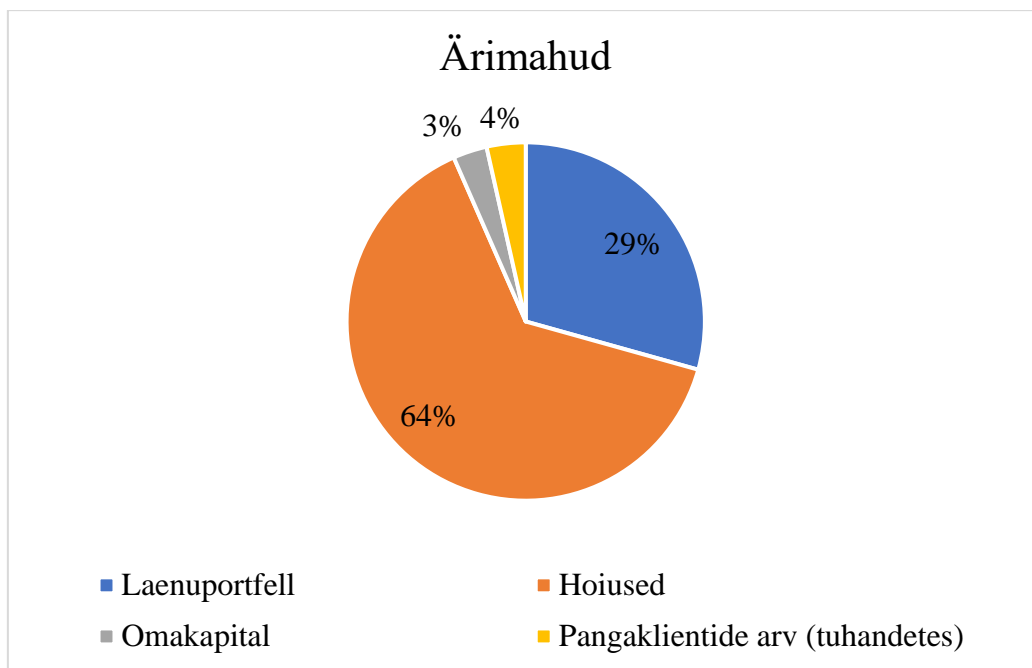
Igapäevapanganduse ja hoiuste segmendis on LHV Pank kolmandal kohal Eestis. Panga pikaajaliseks eesmärgiks on saada kõige suuremaks ja kasumlikumaks pangaks Eestis. 2021. aasta seisuga tuli ligi 3/4 AS LHV Pank tulust tuleb intresside pealt ning ligi 2/3 ärimahtudest moodustasid hoiused. (AS LHV konsolideeritud aastaaruanne, 2021)

Tabel 2. AS LHV Pank finantstulemused perioodil 2015-2021

Finantstulemused	Periood						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
(miljonites eurodes)							
Neto intressitulu	18,76	25,55	31,13	39,02	47,91	69,05	97,66
Neto teenustasutulu	4,85	5,72	7,70	11,10	12,81	18,38	31,17
Netokasum finantsvaradelt	0,12	1,00	0,68	0,47	0,21	0,88	-1,54
Neto tegevustulud kokku	23,73	32,27	39,51	50,59	60,93	88,31	127,29
Muud tulud	0,09	0,38	0,01	0,95	0,18	0,21	0,60
Tegevkulud	-15,38	-17,64	-20,42	-25,74	-32,52	-36,27	-49,34
Tulumaksukulu	-0,67	-1,77	0,00	-2,51	-3,28	-6,75	-10,56
Laenukahjumid	2,18	0,00	3,58	-4,88	-3,21	-10,90	-3,95
Puhaskasum	9,94	13,24	15,52	18,41	22,10	34,60	64,05

Allikas: Autori koostatud AS LHV Group konsolideeritud aastaaruannete põhjal

Neto intressitulude ja neto teenustasu tulude osakaal on neto tegevustuludes erinenud mõne protsendi võrra, jäädes aastatel 2015-2021, mille keskmine suhe 79% (neto intressitulu) ning 21% (neto teenustasutulu). Neto intressitulud on 2021. aastal 421% suuremad kui 2015. aastal, kasvades vahemikus 2015-2021 keskmiselt 32% aastas. Neto teenustasutulud on 2021. aastal 543% suuremad kui 2015. aastal, kasvades keskmiselt 38% aastas, kusjuures suurim kasv (70%) toimus perioodi viimasel aastal. Tegevkulud on suurenenud vahemikus 2015-2021 keskmiselt 22% aastas. Puhaskasum oli 2021. aastal 544% suurem kui 2015. aastal. AS LHV Pank puhaskasum moodustas AS LHV Group kasumist aastatel 2015-2018 ligi kaks kolmandikku, 2019. ja 2020. aastal üle 80%. 2021. aastal ületas AS LHV Group kasum AS LHV Group kasumit esmakordselt, olles emaettevõttest ligi 6% võrra suurem.



Joonis 1. AS LHV Group ärimahud 2021. aastal

Allikas: Autori koostatud AS LHV Group 2021. aasta konsolideeritud aastaaruande põhjal

AS LHV kindlustus on asutatud 2020. aastal, mille aktsionärid on LHV Group (65%) ja AS Toveko (35%). Kindlustuspoliise hakati müüma alates 2021. aasta algusest. Põhitooted on kaskokindlustus, liikluskindlustus ja pikendatud garantiikindlustus eraisikutele ja ettevõtetele. Lisaks pakutakse veel kodukindlustust, reisikindlustust, ostukindlustust ja maksekindlustust eraisikutele ning eluruumikindlustust ettevõtetele. LHV kindlustusel oli 2021. aasta lõpuseisuga 211 tuhat kehtivat kindlustuslepingut ja 143 tuhat klienti. Enamus klientidest ja lepingutest on seotud pikendatud garantiikindlustuse portfelliga. Aastane brutokindlustusemaksete summa oli 6,7 miljonit eurot ning 2021. aasta puhaskahjum oli 0,8 miljonit eurot. (AS LHV konsolideeritud aastaaruanne, 2021)

AS LHV Varahaldus on fondivalitseja, mis keskendub aktiivsele investeerimisstrateegiatel. Hallatavad fondid koosnevad ühest eurofondist ja kümnest pensionifondist, millest kolm on vabatahtlikud ning seitse on kohustuslikud. LHV Varahaldusele kuulub ka tütarettevõtte VH Incorporation Entity OÜ, mis tegeleb ettevõtete asutamisega pensionifondide ja kinnisvaratehingute jaoks. Valitsetavad varad vähenesid seoses II pensionisambast lahkumisega, kuid sellest hoolimata haldab ettevõtte üle veerandi II samba fondidest. 2021. aastal teeniti klientidel kokku 131 miljonit eurot puhastulu, 2021. aasta seisuga oli LHV fondivalitsejaks ligi

140 tuhandel inimesel. 2021. aastal moodustas 95% tuludest teenustasud ning puhaskasum oli 2021. aastal üle kaheksa korra väiksem kui 2020.aastal. (Ibid.)

LHV UK Limited on loodud 2021. aasta veebruaris, ning peale vajalike seaduslike lubade omandamist kavatakse sellest teha eraldiseisev pank sõltumatu pank Ühendkuningriigis. Ühtlasi viiakse LHV praegune Ühendkuningriigi filiaal LHV UK Limited alla. Ühendkuningriigis hakkaks pank keskenduma finantsvahendajate teenindamisele. Möödunud aastal keskenduti LHV UK Limited asutamisele ning ettevõtet finantseeriti 10 miljoni Briti naelaga. 2022. aastal keskendutakse ettevõtte töötajate värbamisele, kapitaliseerimisele ning IT-süsteemide ülesehitamisele. Eesmärgiks on tegevusluba taotleda 2022. aasta lõpuks. Pikaajaliseks visiooniks on kujuneda üheks Euroopa moodsaimaks pangaks, pakkudes uudseid ja piirideta finantsteenuseid. (Ibid.)

2.2 AS LHV Group finantsnäitajad

Käesolevas tabelis on välja toodud olulisemad AS LHV Group 2021. aasta finantsnäitajad. Pankadel on olulisemad näitajad omakapitali tootlus, likviidsuse kattekordaja ning kapitali adekvaatsus. Omakapitalitootlus näitab ettevõtte efektiivsust investeeringute pealt tulusid genereerida. Üldiselt on hea ROE näitaja vahemikus 15-20%, kuigi see võib erineda sõltuvalt sektorist. Üle 20% oleva omakapitali tootluse puhul on tegu väga hea finantsvõimekusega ettevõttega. Likviidsuse kattekordaja näitab ettevõtte taset, et valduses olevate varadega oleks võimalik säilitada maksevõimekus, juhul kui peaks esinema ootamatuid rahavoogude väljaminekuid. Kapitali adekvaatsus näitab ettevõtte kapitali piisavust riskide katmiseks, kapitaliadekvaatsus on ettevõttele kohustuslik reserv vastavalt kehtestatud regulatsioonidele.

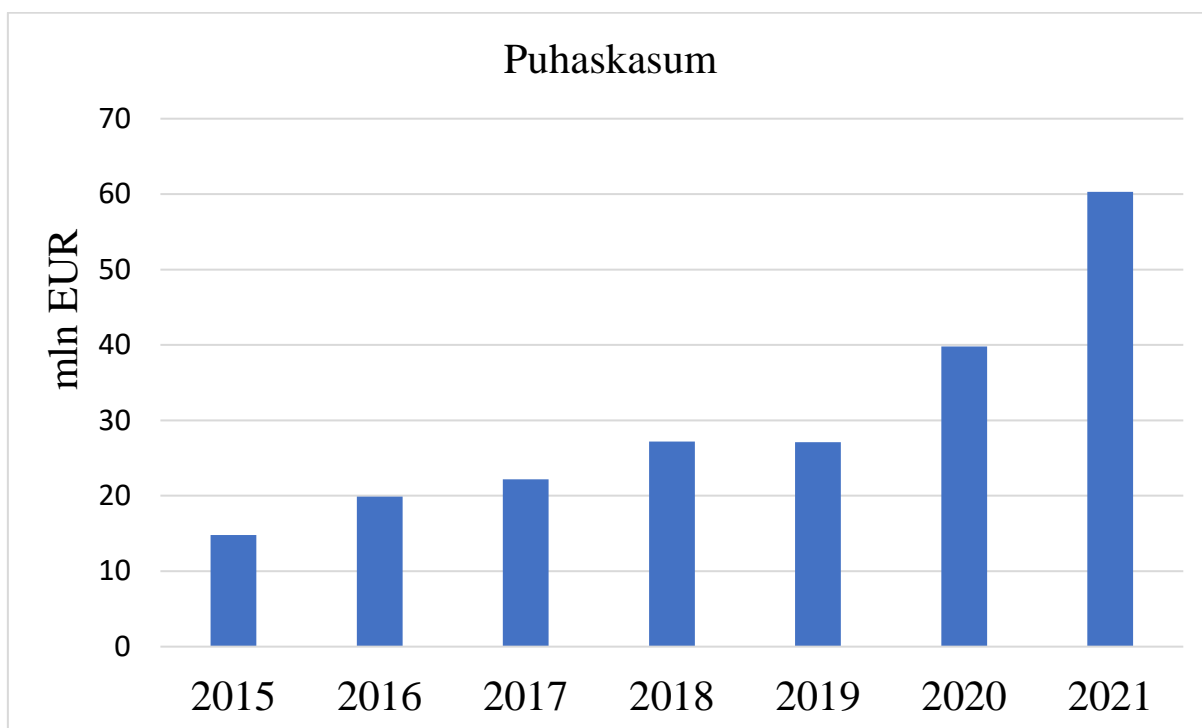
Tabel 3. AS LHV Group olulisemad finantsandmed

Aasta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omakapitali tootlus (ROE)	21,8%	20,7%	17,6%	18,4%	14%	17,3%	21,1%
Likviidsuse kattekordaja (LCR)	272%	222%	121%	149%	144,8%	147,9%	142,7%
Kapitali adekvaatsus T1	16%	15,1%	14%	13,65%	13,88%	15,56%	15,13%

Allikas: Autori koostatud AS LHV Group andmete põhjal

Tabeli põhjal on näha, et LHV on omakapitali tootlus on võrdlemisi hea. LHV enda eesmärgiks on investoritele pakkuda 20-protsendilist omakapitali tootlust. Viimase seitsme aasta keskmine on ligi 19%, mis on üsna lähedal LHV enda eesmärgile. LHV konsolideeritud aastaaruande põhjal peab likviidsuse kattekordaja vastama regulatsiooninõuete kohaselt sajale protsendile. Tabeli põhjal on näha, et ettevõtte suudab hästi regulatsiooninõudeid täita. Esimese taseme kapitali adekvaatsuse nõude regulatiivne määr on LHV konsolideeritud aastaaruande põhjal 10,16%, mis tähendab, et ettevõtte on olulisemalt kõrgemal kui regulatsioonid ette näevad.

Järgnevalt on joonisel välja toodud AS LHV Group puhaskasum aastatel 2015-2021, et anda ülevaade, kuidas ettevõtte on finantsiliselt kasvanud/kahanenud.



Joonis 2. AS LHV Group puhaskasum perioodil 2015-2021

Allikas: Autori koostatud AS LHV Group andmete põhjal

Joonisel on näha, et ettevõtte puhaskasum on üldiselt olnud tõusutrendis, välja arvatud aastal 2019. Kuigi viimased kaks aastat on olnud majandusele rasked koroonapandeemia tõttu, on AS LHV Group teeninud märkimisväärseid kasumeid. Kõige suuremad muutused on olnud just viimasel kahel aastal, kus puhaskasum on mõlemal korral ligi 50% suurenenud eelneva aasta suhtes. Viimase kuue aasta lõikes on näha, et puhaskasum on suurenenud üle nelja korra, tõustes 14,8 miljonilt eurolt 60,3 miljoni euro peale.

2.3 AS LHV Group aktsia

AS LHV Group noteeriti 23. mail 2016. aastal NASDAQ börsil, mis tähendab, et ettevõtte pole kuigi kaua tegutsenud börsiettevõttena. Esmane avalik aktsiaemissioon toimus vahemikus 2.-16. mai, kus emisiooni maht oli 2 miljonit aktsiat, märkimishinnaga 6,95 eurot aktsia. Aktsiaemissioonist võttis osa 5485 investorit, kes märkisid kokku 6,6 miljonit aktsiat 46,2 miljoni euro eest, mis tähendab, et aktsiaemissioon märgiti enam kui 3-kordselt üle. Tabelis on toodud informatiivne ülevaade AS LHV Group aktsiast. (LHV, 2022)

Tabel 4. AS LHV Group väärtpaberi informatsioon

Väärtpaberi	
Emitent	LHV GROUP
Lühinimi	LHV1T
Reguleeritud turg	Nasdaq Tallinna börs
Noteerimise kuupäev	23.05.2016
Täiendavad noteerimise kuupäevad	09.10.2019; 11.10.2021
ISIN	EE3100073644
Nimiväärtus	1 euro
Väärtpaberite arv	29 864 167

Allikas: Autori koostatud Nasdaq Baltic andmete põhjal

Järgenas tabelis on välja toodud LHV 2021. aasta konsolideeritud aruande põhjal ülevaade AS LHV Group suurimatest aktsionäridest.

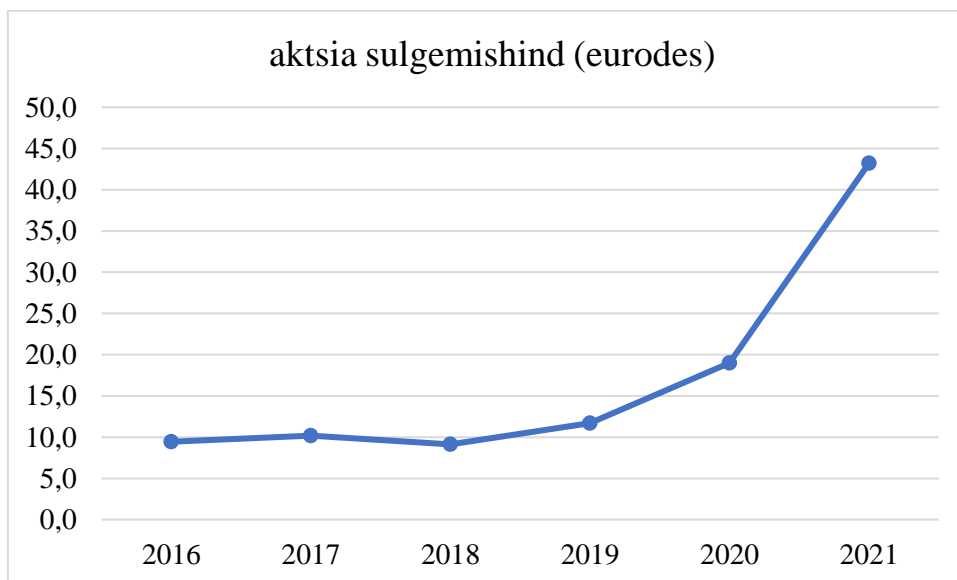
Tabel 5. AS LHV Group suurimad aktsionärid

Aktsionäri nimi	Aktsiate arv	Osakaal
AS Lõhmus Holdings	3 633 625	12,17%
RAIN LÕHMUS	2 544 947	8,52%
Viisemann Investments AG	2 266 829	7,59%
Ambient Sound Investments OÜ	1 697 993	5,69%
Krenno OÜ	1 215 509	4,07%
AS Genteel	1 110 744	3,72%
AS AMALFI	1 061 390	3,55%
SIA KRUGMANS	704 199	2,36%
Bonaares OÜ	654 233	2,19%
OÜ Merona Systems	593 759	1,99%

Allikas: AS LHV Group 2021. aasta konsolideeritud aastaruanne

Tabelist 5 on näha, et kõik kümme suurimat osaniku on juriidilised isikud. Erasisikud moodustavad ligi neljandiku osanikest. AS LHV Group asutajad omavad kahe peale kokku 26,27% aktsiatest. Ligi 80% osanikest on eesti residendid, osanikke leidub kokku enam kui neljakümnest erinevast riigist, kellest enamus on Šveitsi residendid. (LHV 2021. aasta konsolideeritud aruanne)

Järgnevas joonises on kujutatid AS LHV Group aktsia aastalõpu sulgemishinda vahemikus 2016-2021

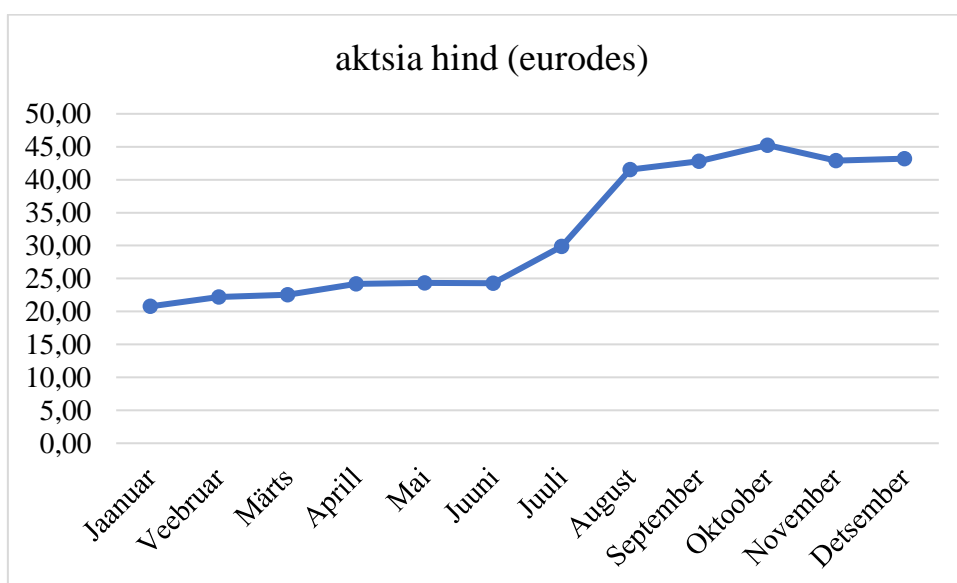


Joonis 3. AS LHV Group aktsia hinna muutus perioodil 2016-2021.

Allikas: Autori koostatud AS LHV Group andmete põhjal

LHV Group aktsia hind on vahemikus 2016-2021 teinud 457% tõusu, kerkides keskmiselt ligi 143% aasta jooksul. Teise aasta jooksul tõusis aktsiahind kõigest ligi 8% ning kolmandal aastal oli perioodi ainuke langus. Märkimisväärsemad aktsia hinnatõusud on aset leidnud kahel viimasel aastal, vastavalt 62% ja 127%.

Järgnevas joonises on välja toodud LHV Group aktsia sulgemishinnad 2021. aasta iga kuu viimasel kaubeldaval päeval. Erandina on välja toodud Jaanuari kuu andmed, mis kajastavad 2021. aasta esimese kaubeldava päeva andmeid.



Joonis 4. AS LHV Group aktsia hinnamuutus 2021. aasta lõikes

Allikas: Autori koostatud Nasdaq Baltic andmete põhjal

2021. aasta alguses oli aktsia hinnaks 20 eurot, mis oli ühtlasi ka aasta madalaim kaubeldav hind. Kõrgeim hind oli 48,5 eurot ning kaalutud keskmine hind oli 34,33 eurot. Aasta lõppedes oli aktsiahind 43,2 eurot, mis tähendab et 2021. aasta lõikes tõusis see ligi 121%. Aktsiahinnad kerkisid enim juulis ja augustis. Juulikuul jooksul kerkis aktsiahind võrreldes eelmise kuuga ligi 23% ning augusti jooksul ligi 39%, mis tähendab et aktsia hind oli enam kui kahekordistunud 7 kuu jooksul. Kokku kaubeldi 2,89 miljoni aktsiaga ning emiteeriti 745 tuhat uut aktsiat.

3. AS LHV GROUP ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1 AS LHV Group hindamine diskonteeritud dividendide meetodil

3.1.1 Vabade rahavoogude prognoosimine

Antud meetodi puhul käsitletakse tulevaste rahavoogudena võimalikke maksimaalseid väljamakstavaid dividende. Maksimaalsed väljamakstavad dividende käsitletakse kapitalinõude ülejäägina. Enno (2021) toob välja, et kapitaliadekvaatsuse normist lähtuvalt, tuleb prognoosida panga riskivarad, mille kaudu leitakse kapitalinõue. Peamised sisendid, mida rahavoogude prognoosimisel puhul rakendatakse on: puhaskasum, riskivarad, omakapital, omakapitalitootlus (ROE) ning kapitali adekvaatsus (Tier 1).

Kõigepealt prognoositakse tulevased puhaskasumid perioodideks 2022-2026. Puhaskasumist kapitali sissevoolava rahavoogude prognoosimiseks vajaminev aastane kasvumäär leitakse järgneva valemi abil: (Miller, 2008)

$$g = rr \times ROE \quad (8)$$

Kus:

rr- reinvesteeringumäär ettevõtte kapitali

ROE- omakapitalitootlus

Vastavalt AS LHV Group dividendipoliitikale, makstakse välja 25% puhaskasumist dividendidena, mis tähendab, et ülejäänud 75% kasumist investeeritakse ettevõtte kapitali. Omakapitalitootluseks võetakse tabelis 3 välja toodud ROE keskmine arv vahemikus 2015-2021, milleks on 18,7%. ROE ja reinvesteeringumäära korrutisena, kujuneb kasvumääraks ligi 14%.

Tabel 6. AS LHV Group prognoositavad puhaskasumid perioodil 2022-2026

Periood	2022	2023	2024	2025	2026
Kasvumäär	14,6%				
Puhaskasum	68 757	78 400	89 396	101 934	116 230

Allikas: Autori arvutused

Järgmiseks leitakse ettevõtte riskivarad, mis on vajalik komponent kapitalinõude arvutamiseks. Riskivarade prognoosimiseks võetakse viimase kahe aasta varade keskmine kasv. Põhjuseks, miks autor ei too pikemat perioodi välja, seisneb ettevõtte ebastabiilsetes kõikumistes, kus mõne perioodi väärtused muudaksid keskmise tulemuse ebaadekvaatseks. Viimase kahe aasta keskmine riskivarade kasv on ligi 19,95%.

Seejärel leitakse kapitalinõuded läbi prognoositavate riskivarade ja AS LHV Group kehtestatud regulatiivsele kapitalinõutele (Tier 1) kaudu. Vastavalt AS LHV Group 2021. aasta konsolideeritud aruandele oli 2022. aasta kapitalinõue (Tier 1) 12,06%. Antud arvu kasutatakse järgnevate perioodide (2022-2026) kapitalinõude väljaarvutamiseks, korrutades selle riskivaradega.

Tabel 7. AS LHV Group prognoositavad riskivarad perioodil ja kapitalinõuded 2022-2026

Periood	2022	2023	2024	2025	2026
Kasvumäär	19,95%				
Riskivarad	2 314 408	2 776 043	3 329 755	3 993 912	4 790 542
Tier 1 nõue	12,06%				
Kapitalinõue	279 118	334 791	401 568	481 666	577 739

Allikas: Autori arvutused

Kapitali ülejäägi leidmiseks on viimaseks komponendiks vaja välja arvutada 2022-2026 prognoositava perioodi omakapital. Omakapital arvutatakse välja, kui liita eelmise perioodi omakapitalile sama perioodi puhaskasum ning lahutada maha eelmise perioodi kapitali ülejääk. Kapitali ülejäägi saab leida omakorda sama aasta omakapitali ja kapitalinõude vahena. 2022. aasta omakapitali leidmiseks on autor maha arvutanud sellest 2021. aasta kapitali ülejäägi.

Tabel 8. AS LHV Group finantsprognosisid, omakapital ja kapitaliülejääk

Periood	2022	2023	2024	2025	2026
Puhaskasum	68 757	78 400	89 396	101 934	116 230
Riskivarad	2 314 408	2 776 043	3 329 755	3 993 912	4 790 542
Kapitalinõue	279 118	334 791	401 568	481 666	577 739
Omakapital	301 460	357 518	424 187	503 502	597 896
Kapitali ülejääk	22 342	22 727	22 618	21 836	20 156

Allikas: Autori arvutused

3.1.2 Omakapitalihinna leidmine

Diskontomäärana kasutatakse omakapitalihinda, mis leitakse CAPM mudeli abil. Kuna Eestil riigil puuduvad pikaajalise tähtajaga võlakirjade emissioonid, võetakse Konkurentsiameti juhiste kohaselt riskivaba tulumäära arvutamisel aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirjade viimase viie aasta keskmine tootlus, milleks kujunes autori arvutuste kohaselt ligi 0,07%. Riigi riskipremia puhul kasutati Damodarani leheküljel kuvatavaid andmebaase. Eesti riigi puhul oli riskipremiaks 0,59%. Eesti riigi riskipremia ning Saksamaa võlakirjade intressimäärade viimase viie aasta keskmise kokku liitmisel saame riskivabaks tulumääraks 0,51%. Tururiskipremia on võetud Damodarani andmebaasidest, kus Eesti tururiskipremia on 4,97%. Beetakordaja võetakse samuti Damodarani andmebaasidest, kus euroopa pankade keskmiseks beetaks on 1,25. Antud andmetega on autor arvutanud diskontomääraks ehk omakapitalihinnaks 6,87%.

Tabel 9. Saksamaa 10-aastase võlakirjade intressimäär aastatel 2016-2020

Saksamaa 10-aastaste võlakirjade intressimäär perioodil 2016-2020						
Aasta	2016	2017	2018	2019	2020	Keskmine
Intressimäär	0,09	0,316	0,396	-0,254	-0,511	0,007

Allikas: (OECD, 2022)

Järgnevas tabelis on kajastatud omakapitalihind ning selle väärtuse leidmisel kasutatavaid andmed läbi CAPM mudeli.

Tabel 10. CAPM mudel ning omakapitalihind

CAPM mudel	
Lähteandmed	Väärtus
Riskivaba tulumäär	0,66%
Tururiskipreemia	4,97%
Beeta	1,25
Omakapitali hind	6,87%

Allikas: Autori arvutused

3.1.3 Terminaalväärtuse leidmine ning õiglase väärtuse hindamine.

Tulevaste dividendide välja arutamiseks tuleb kapitali ülejääk jagada aktsiate arvuga. AS LHV Group andmete põhjal on 2022. aasta seisuga aktsiate arv 30 059 288. Tabelis 11 on välja arvatud võimalikud maksimaalsed dividendid (mis on tavaliselt rahavoogudena kajastatud) aktsia kohta. Ühtlasi on dividendid joonisel välja toodud diskonteerituna.

Tabel 11. Väljamakstavad dividendid perioodil 2022-2016

Periood	2022	2023	2024	2025	2026
Dividend	0,74	0,76	0,75	0,73	0,67
Diskonteeritud dividend	0,70	0,66	0,62	0,56	0,48

Allikas: Autori arvutused

Valemi 4 kaudu välja arvatud terminaalväärtus on 27 eurot. Diskonteeritud terminaalväärtuseks kujunes 19,4 eurot. Valemi 2 kaudu arvatud diskonteeritud dividendide ja terminaalväärtuse summaks on 22,4 eurot. Saadud tulemus moodustab ligi 52% AS LHV Group aktsia hinnast 31.12.21 seisuga, andes märku, et aktsia on ligi kaks korda ülehinnatud tema turuväärtusest.

3.1.4 Sensitiivsusanalüüs

Autor viib läbi sensitiivsusanalüüsi, et näidata kuidas peamised sisendid nagu omakapitalihind ja pikaajaline kasvumäär mõjutavad aktsiahinda. Eelduseks on, et ülejäänud sisendid jäävad samaks. Tabelis 12 on kujutatud aktsia hinnamuutust, kui baassisendid, milleks diskontomäär on 6,87% ning pikaajalisel kasvumääril 5%, suurenevad või vähenevad korruga ühe protsendipunkti võrra.

Tabel 12. Sensitiivsusanalüüs diskontomäära ja kasvumäära suhtes

Diskontomäär	Kasvumäär							
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
9,87%	6,18	6,71	7,42	8,43	9,95	12,54	17,9	
8,87%	7,12	7,89	8,98	10,64	13,45	19,26	38,44	
7,87%	8,4	9,58	11,38	14,43	20,75	41,6	-258,23	
6,87%	10,24	12,2	15,52	22,4	45,05	-280,99	-29,97	
5,87%	13,08	16,7	24,17	48,84	-305,98	-32,8	-16,13	
4,87%	17,99	26,13	53	-333,46	-35,92	-17,76	-11,2	
3,87%	28,29	57,57	-363,7	-39,36	-19,56	-12,41	-8,73	

Allikas: Autori arvutused

Tabelis kajastatud sensitiivsusanalüüsi põhjal on näha, et kõrgeim aktsia hind on 57,6 eurot ning kõige madalam hind on 6,2 eurot. Keskmiseks hinnaks kujuneb 19,8 eurot (ilma negatiivsete väärtusteta arvestamisel), mis moodustab aktsia õiglasest väärtusest ligi 88,4%. Tabelitrendi põhjal on näha, et iga veeru väärtused on suurimad sellele, kus diskontomäära ja pikaajalise kasvumäära väärtused on teineteise väärtustele kõige lähedamal. Kui diskontomäär jääb samaks ning muuta ainult pikaajalist kasvumäära, varieeruvad väärtused -281 kuni 45,1 ühikuni. Kui pikaajaline kasvumäär jätta samaks ning muuta ainult diskontomäära, siis väärtused varieeruvad -333,46 kuni 48,84 ühikuni. Selle põhjal on näha, et aktsia väärtus on tundlikum diskontomäära suhtes.

3.2 Kontroll saadud tulemustele läbi dividendide kasvumäära mudeli

Selleks, et saada usaldusväärsemad tulemused eelnevatele arvutustele, viib autor läbi kontrolli diskonteeritud dividendide mudelil, mis baseerub dividendide kasvumäärade muutumistel. Diskonteeritud dividendi meetodi puhul, tuleb kindlaks teha, millist variatsiooni mudelist kasutada. Selleks on vaja vaadelda AS LHV Group väljamakstud dividende ja nende muutusi aastate lõikes, et näha, millises kasvufaasis on ettevõtte ning võtta vastu vastav otsus. Järgnevas joonises on välja toodud AS LHV Group viie aasta dividendide maksed ning nende protsentuaalne

muutus iga eelneva aastaga võrreldes. Stabiilseks kasvumääraks on töö autor jätnud 5%, nagu eelnevas DDM mudelis. Järgnevas tabelis on näha AS LHV Group viie viimase aasta väljamakstud dividendi aktsia kohta ning nende kasvumäära muutust aasta kohta.

Tabel 13. AS LHV Group väljamakstud dividendid aktsia kohta ning nende kasvumäär

Aasta	2017	2018	2019	2020	2021
Aastane dividendi väljamakse	0,15	0,16	0,21	0,19	0,29
Kasvumäär		5%	31%	-9%	53%

Allikas: Autori arvutused

Jooniselt on näha, et dividendide aastane kasvumäär on väga suurte muutustega ning viimase nelja aasta keskmine muutus on autori arvutuste põhjal 20%. See tähendab, et tegu on börsiettevõttega, mis on enda algfaasis, kus kasvumäär on kõrge ja ebastabiilne. Antud tingimustes tuleb kasutada kahe etapilist diskonteeritud dividendide mudelit. Töö autor eeldab, et kõrge kasvuperiood kestab veel järgmised 5 aastat, enne kui see stabiliseerub. Tabelis 14 on valemi 3 põhjal arvatud järgmise viie aasta (2022-2025) prognoositavad dividendid ja valemi 4 kaudu arvatud terminaalkväärtus. Diskontomäärana kasutati sama väärtust, mis eelnevas diskonteeritud dividendide mudelis oli 6,87%.

Tabel 14. AS LHV Group prognoositud ja diskonteeritud dividendid ning terminaalkväärtused aastateks 2022-2026

Aasta	Dividend	
	Prognoositav	Diskonteeritud
2022	0,35	0,33
2023	0,42	0,37
2024	0,50	0,41
2025	0,60	0,46
2026	0,72	0,52
Terminaalkväärtus:	29,1	20,9
Aktsiaväärtus		23,0

Allikas: Autori arvutused

Viienda aasta lõpuks leitud terminaalkväärtuseks kujunes ligi 29 eurot. Seejärel diskonteeritakse dividendid ja terminaalkväärtus. Seejärel liidetakse valemi (2) kaudu kokku terminaalkväärtuse ning prognoositud aktsiate nüüdiseväärtused. Saadud aktsiaväärtuseks kujunes autori arvutuste kohaselt ligi 23 eurot. Saadud tulemus on ligi 2,7% võrra suurem eelnevast diskonteeritud dividendide meetodi tulemusest. Kahe arvu keskmiseks kujuneb 22,7 ehk uus korrigeeritud dividendide meetodi väärtus on 22,7 eurot. Saadud tulemus moodustab endiselt ligi 53% 31.12.21 seisuga

olevast AS LHV Group aktsia väärtusest, ehk aktsia on tulemuste põhjal jätkuvalt ligi 47% ülehinnatud.

3.3 AS LHV Group hindamine võrreldavate suhtarvude meetodi

Võrreldavate suhtarvude meetodi hindamisel tuleb kasutada võimalikult sarnaseid ettevõtteid hinnatava ettevõtte suhtes. Sarnase ettevõtete valimisel tuleks lähtuda eelkõige ettevõtte sektorist ja suuruselt ning regulatsioonidest, lisaks oleks hea, kui ettevõtted asuksid samal börsil ja oleksid kodumaised. Kuna ettevõtte AS LHV Group noteeriti alles 2016. aastal, on tegu võrdlemisi uue ettevõttega börsil, mistõttu on raske leida sarnaseid panku Nasdaq Balti börsil. Lisaks on Eestis väga vähe kodumaiseid panku, mis tegutsesid börsil. Ainuke pank, mis sarnaneb AS LHV Groupiga kõige sarnastematel tingimustel, on Coop Pank. Coop Panga üheks olulisemaks aspektiks on selle hiljutine sisenemine Nasdaq börsile. Paraku jääb ühe ettevõtte kaasamine võrdlusesse väheseks, mistõttu on lisaks Coop Pangale kaasatud ka võrdlusgruppi Leedu Pank Šiaulių Bankas.

Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamiseks on kõigepealt vaja kindlaks teha, milliseid suhtarve antud ettevõtete puhul kasutada. Peatükis 1.4 sai käsitletud, et pankade ja finantsinstitutsioonide puhul on soovitatud lähtuda eelkõige suhtarvudest P/E ning P/B. Järgnevas tabelis on välja toodud AS LHV Group ning võrreldavate ettevõtete suhtarvude tulemused.

Tabel 15. AS LHV Group ning võrdlusgrupi suhtarvud

Pank	P/E	P/B
AS LHV Group	21,4	3,97
Coop Pank	20,3	3,22
Šiaulių Bankas	8,16	1,12
Võrreldava grupi keskmine	14,23	2,17

Allikas: Autori arvutused

Tabelis 15 on arvutatud valemitte 6 ja 7 põhjal olevate hinnatava ettevõtte ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud suhtarvude arvutamisel on kasutatud kõigi kolme panga andmeid 2021. aasta

konsolideeritud aruandes, mis on saadaval Nasdaq Baltic koduleheküljel. Suhtarvude arvutamisel on võetud aluseks aktsia sulgemishind 31.12.2021 seisuga.

Nagu tabelilt näha on Coop Pank ja AS LHV Group mõlemad leitud suhtarvud väga lähedal teineteisele. AS LHV Group P/E suhtarv on kõigest 5,4% võrra kõrgem kui Coop Pangal, aga 2,6 korda kõrgem kui Šiaulių panga suhtarv. P/B suhtarv on AS LHV Groupil ligi neli, mis näitab, et ettevõtte aktsia hind on märkimisväärselt kõrgem kui tema aktsia bilansiline väärtus. Samas on näha, et ka Coop Pank aktsia P/B suhtarv on üle kolme. Seevastu on Šiaulių Bankas P/B suhtarv jällegi ligi kolm korda väiksem nii LHV Group kui ka Coop Panga suhtarvust. Selliseid tulemusi, miks erinevad LHV ja Coop pankade suhtarvud mitmekordselt Šiaulių panga suhtarvudest, võib põhjendada asjaolu, et erinvalt Šiaulių pangast on LHV ja Coop pankade puhul kasvu algfaasis olevate või äsja olnud börsiettevõtete, millel esinevad suuremad ning ebastabiilsemad kasvumäärad. Kui võtta võrreldavate ettevõtete keskmised suhtarvude väärtused, kujunevad P/E ja P/B suhtarvude väärtusteks vastavalt 14,23 ja 2,17. Võrdlusgrupi P/E suhtarv on 33,5% madalam kui AS LHV Group suhtarv, millest tulenevalt on LHV aktsia õiglase väärtus 28,72 eurot. P/B suhtarvu puhul on võrreldavate ettevõtete keskmine 45,3% madalam, millest tulenevalt on LHV aktsia õiglase väärtus 23,6 eurot. P/E ja P/B suhtarvude õiglaste väärtuste keskmise puhul kujuneb AS LHV Group aktsia õiglaseks väärtuseks 26,16 eurot, mis on ligi 15% suurem kui korrigeeritud diskonteeritud dividendide väärtus. Saadud tulemus annab märku, et aktsia on turul ülehinnatud ligi 39,4%

3.4 Hinnang saadud tulemustele

Käesolevas töös hinnati AS LHV Group väärtust, väärtuse hindamiseks kasutati diskonteeritud dividendide meetodit ning võrreldavate ettevõtete suhtarvudel baseeruvat meetodit. Diskonteeritud dividendide meetodi puhul võeti rahavoogudena arvesse maksimaalset võimalikku väljamakstavaid dividende. Seejärel tuli teostada kontroll läbi lihtsustatud DDM meetodi, et anda usaldusväärsem hinnang saadud tulemustele. Kontrollitavas meetodis võeti arvesse dividendide kasvumäära ning rakendati kahe-etapilist diskonteeritud dividendide mudelit. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul valiti välja kindlad ettevõtted, mis tegutseksid samas sektoris, regioonis ja börsil ning mis oleksid enda suuruselt üksteisele võimalikult sarnased. Lisaks oli oluline valida ka õiged suhtarvud antud sektorite puhul.

Diskonteeritud dividendide meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod mõlemad näitasid, et AS LHV Group aktsia on ülehinnatud. Diskonteeritud dividendide meetodi põhjal saadi ettevõtte AS LHV Group aktsia väärtuseks 22,4 eurot ning läbi kontrollitava meetodi 23 eurot, mis korrigeeritult moodustab 22,7, mis on ligi 15% võrra väiksem kui suhtarvude kaudu leitud väärtus. Tulemused näitavad, et AS LHV Group aktsia on 31.12.2021 seisuga ligi 47% ülehinnatud tema õiglasest väärtusest.

Võrreldavate suhtarvude väärtused olid korraga nii sarnased kui ka erinevad ettevõtete suhtes. AS LHV Group panga arvutatud suhtarvude mõlemad väärtused olid ligi kolm korda suuremad kui Šiaulių Bankas omad. Viidates sellele, et justkui oleks ettevõtte üsnagi kõrgelt ülehinnatud. Seevastu Coop Pank saadud suhtarvude tulemused olid üpriski lähedal AS LHV Groupile. P/E tulemuste põhjal oli AS LHV Group 5,4% võrra suurem ja P/B tulemuste põhjal 23,3% võrra suurem kui Coop Pank. Seda anomaaliat võib põhjendada asjaolu, et AS LHV Group ja Coop Pank on suhteliselt uued ettevõtted börsil, mis tähendab, et nad on tõenäoliselt kõrgel ja ebastabiilisel kasvuperioodil, mis tingib antud suhtarvude tulemused, samas kui Šiaulių Bankas on olnud ligi kolmkümmend aastat börsil noteeritud. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul näitasid P/E ja P/B väärtuste arvutatud keskmise tulemuse põhjal, et AS LHV Group aktsia väärtus on 26,16 eurot, mis tähendab, et aktsia on ligi 39,4% ülehinnatud tema turuhinnast. Võrreldavate suhtarvude meetodite Siiski pole võimalik täpselt öelda, kui ülehinnatud aktsia on, kuna võrdlusgrupis polnud võtta piisavalt ettevõtteid. Tähtis asjaolu seisneb ka selles, et suurte ebastabiilsete kasvudega ettevõtete suhtarvud võivadki tulla märkimisväärselt suuremad kui stabiilse kasvuga ettevõtted. Nii AS LHV Group kui ka Coop Pank P/E suhtarvud olid üsna suurte väärtustega, mõlema suhtarv oli üle 20 ning ei erinenud suurel määral teineteisest, Samas oli AS LHV Group hinna ja bilansilise väärtuse suhtarv ligi 23% võrra suurem kui Coop Panga P/B suhtarv. Kõrged suhtarvud võivad viidata ettevõtte enda kapitali investeerimisse ning aktsionäridele väiksemate dividendide väljamaksmisesse, millele lisab kinnitust ka AS LHV Group dividendipoliitika, kus ainult 25% puhaskasumist makstakse dividendidena välja. Järgnevas tabelis on kajastatud aktsia õiglasest väärtused, mis arvutati töös kasutatud meetodite kaudu.

Tabel 16. AS LHV Group aktsia õiglased väärtused

Hindamismeetod	Aksia õiglane väärtus, eurodes	Erinevus võrreldes turuhinnaga
Diskonteeritud dividendide meetod	23	-46,8%
Diskonteeritud rahavoogude meetod	22,4	-48,1%
Diskonteeritud meetodid korrigeeritult	22,7	-47,5%
Võrreldavate suhtarvude meetod	26,16	-39,4%
Kahe meetodi keskmine	24,43	-43,4%

Allikas: Autori arvutused

Diskonteeritud dividendide meetodi ja võrreldavate suhtarvude meetodite keskmiseks aktsia õiglaseks väärtuseks kujunes 24,43 eurot, mis moodustab ettevõtte 31.12.21 seisuga turuhinnast ligi 56,6%, ehk AS LHV Group aktsia on turul ligi 43,4% võrra ülehinnatud. Diskonteeritud dividendide meetodi korrigeeritud tulemuste väärtus on ligi 15% võrra väiksem kui võrreldavate suhtarvude meetodite keskmine väärtus, mis on suhteliselt väike erinevus. Kõrgeim aktsia hinnatõus toimus 2021. aasta juuli-ning augustikuus. Aktsia turuhind oli juunikuul lõpus 24,29 eurot ning augusti lõpuks oli hind 41,52 eurot. Juunikuul lõpus olev hind moodustab ligi 99,5% töös arvatud meetodite keskmisest hinnast. Sellest tulenevalt võib järeldada, et AS LHV Group aktsia järsk hinnatõus, mis toimus 2021. aasta suvel, ei ole õigustatud.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureuse töö eesmärgiks oli välja selgitada AS LHV Group aktsia õiglane väärtus ning selle erinevus kaubeldavast turuhinnast. Töö teoreetilise osa töötlemisel leidis töö autor, et parimad ja enim kasutatavad meetodi panga hindamiseks olid diskonteeritud dividendide meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod, mida kasutati AS LHV Group väärtuse hindamiseks.

Töö esimene peatükk keskendus ettevõtte väärtuse hindamise teoreetilisest osast, eelkõige pankade puhul. Käsitleti peamiselt diskonteeritud dividendide meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodile. Teises peatükis anti lühiülevaade uuritavast ettevõttest AS LHV Group, peatükk kirjeldas peamiselt ettevõtte ajalugu, tegevusvaldkondi ja tütarettevõtteid ning olulisemaid finantsnäitajaid. Kolmandas peatükis viidi läbi ettevõtte väärtuse hindamine läbi esimeses peatükis kirjeldatud meetodite põhjal.

Töö autori poolt eesmärgi leidmiseks püstitati järgmised küsimused:

- 1) Milline on ettevõtte AS LHV Pank väärtus diskonteeritud dividendide meetodil?
- 2) Milline on ettevõtte AS LHV Pank väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erinevad meetodite tulemused teineteisest?
- 4) Kui palju erinevad meetodid turuväärtusest? (otsus aktsiahinna kohta)

Kui tavaliselt on ettevõtte väärtuste hindamisel kasutatud vabade rahavoogude prognoosimise mudeleid, siis panga puhul on tegu finantsasutusega, mida pangakirjanduse kohaselt oli keeruline rakendada. Tulenevalt sellest otsustas töö autor diskonteeritud dividendide mudeli kasuks, mis oli alternatiivne meetod vabade rahavoogude hindamise asemel. Mudel kasutas prognoositavade vabade rahavoogude asemel võimalikke maksimaalseid väljamakstavaid dividende. Lisaks kontrolliti saadud tulemust diskonteeritud dividendide mudeliga, mis põhines dividendide kasvumääral, et antud meetodi tulemused oleksid usaldusväärsemad Analüüsis AS LHV Group näitajaid, selgitas töö autor välja, et tegu on ebastabiilse kasvuettevõttega, mistõttu tuli rakendada

kahe-etapilist diskonteeritud dividendide mudelit. Töös käsitletud kirjanduse põhjal otsustas autor kasutada diskontomäärana omakapitali hinda. Diskonteeritud dividendide meetodiga arvutati AS LHV Group õiglaseks väärtuseks 22,7 eurot, mis moodustab kui tema 31.12.2021 seisuga olevast turuhinnast ligi 53%.

Seejärel viidi läbi võrreldavate suhtarvude meetod. Antud meetod oli mõeldud diskonteeritud dividendide meetodi kontrollimiseks, kuna ühe meetodiga arvutamine ei anna tingimata usaldusväärset hinnangut. Panga hindamise kirjanduste põhjal leidis autor, et panga olemusest tingitud eripärade tõttu oli soovitatud kasutada eelkõige P/E ja P/B suhtarvusi. Antud hindamismeetodi puhul oli raskendavaks asjaoluks see, et AS LHV Group ettevõttele ei olnud valida kuigi palju sarnaste tunnusetega ettevõtteid. Võrdlusesse valiti AS LHV Groupiga samal börsil tegutsevad Baltimaade pangad, milleks olid COOP Pank ning Šiaulių Bankas.. Võrreldavate ettevõtete meetodi põhjal kujunes aktsia hinnaks 26,16 eurot, mis moodustab tema 31.12.21 seisuga turuhinnast ligi 60,6%. Võrreldavate suhtarvude meetodite keskmine väärtus oli ligi 15% võrra suurem kui diskonteeritud dividendide meetodi väärtus.

Käesoleva bakalaureusetöö saadud tulemuste põhjal kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 24,43 eurot, mis viitab sellele, et AS LHV Group aktsia on turul ülehinnatud ligi 47% ehk peaaegu poole rohkem oma turuhinnast. Kuigi võrreldavate suhtarvude meetodil ei saa anda päris adekvaatset otsust, tulenevalt ettevõtete piiratud arvust, aitab see kaasa diskonteeritud dividendide meetodi saadud tulemuste kontrollimiseks. Töö autoril on keeruline anda investoritele kindlat soovitus, kuna aktsiatega tehingute otsus sõltub eelkõige investori enda käitumisest. Kuna aktsiahind on saadud tulemuste põhjal selgelt ülehinnatud, siis töö autor isiklikult ei soovitaks osta AS LHV Group aktsiad. Seevastu aitavad antud töö tulemused investoritel analüüsida, milline otsus vastu võtta.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

Aggelopoulos, E. (2016). *Understanding bank valuation: an application of the equity cash flow and the residual income approach in bank financial accounting statements*. Open Journal of Accounting, 6, 1-10.

AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016. (2016). AS LHV Group.

AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2017. (2017). AS LHV Group.

AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2018. (2018). AS LHV Group.

AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2019. (2019). AS LHV Group.

AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2020. (2020). AS LHV Group.

AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2021. (2021). AS LHV Group.

Corelli, A. (2017). *Inside company valuation*. Springer International Publishing

Country Default Spreads and Risk Premiums. (2022). Kättesaadav: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 4. aprill, 2022

Coop Pank AS aastaaruanne 2021. (2021). Coop Pank AS

Damodaran, A. (2007). *Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence*. Now Publishers Inc

Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit (Vol. 34)*. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666)*. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2013). *Valuing financial services firms*. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1).

De Luca, P. (2017). *Analytical Corporate Valuation*. *Work in progress*

Deev, O. (2011). *Methods of bank valuation: A critical overview*. *Financial Assets and Investing*, 2(3), 33-44.

Dermine, J. (2010). *Bank valuation with an application to the implicit duration of non-maturing deposits*. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 2(1), 1-30

Enno, L. (2022). *Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine Swedbank AB näitel*. (Bakalaureusetöö) Tallinna TalTechi majandusteaduskond, Tallinn. Ettevõttest. LHV. (2022)

- Fazzini, M. (2018). *Business valuation: Theory and practice*. Springer.
- Miller, T. W. (2008). *Terminal values for firms with no competitive advantage*. *Financial Decisions*, (3), 1-11.
- Fernandez, P. (2001). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions*. IESE Business School, 1, 1-13.
- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School, 449, 1-27.
- Horvátová, E. (2010). *Method of banks valuation*. *Economic analysis*, 43(1-2), 50-60
- Hrdý, M. (2018). *Valuation standards for commercial banks in the financial theory and their analysis*. *Prague Economic Papers*, 27(5), 541-553
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 499)*. John Wiley and sons.
- Konkurentsiamet. (2019). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Konkurentsiamet
- LHV lühiajalugu. AS LHV Group. (2022). Kättesaadav: <https://www.lhv.ee/et/ettevottest>
- LHV Group väärtpaber. Nasdaq OMX Baltic. Kättesaadav: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/EE3100073644/security?date=2022-03-12>, 12 märts 2022
- Long-term interest rates. OECD. (2022). Kättesaadav: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>, 4. aprill 2022
- Mauboussin, M., & Callahan, D. (2014). *Capital Allocation*.
- Pinto, J. E. (2020). *Equity asset valuation*. John Wiley & Sons.
- Šiaulių bankas INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT FINANCIAL STATEMENTS AND ANNUAL REPORT 2021. (2021). Šiaulių bankas AB
- Soykan, M. E. (2020). *Bank valuation methods*. FINANCIAL SERVICE, 81.
- Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation 2nd Edition*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey
- Total Beta By Industry Sector. (2021). Allikas: Damodaran. Kättesaadav: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html, 4. aprill 2022.

SUMMARY

VALUATION OF AS LHV GROUP

Sten Martin Üürike

In a current day, investing is gaining more and more popularity among people for helping them find a different ways, where to put their savings and earn money. One of the most used investing methods is trading with stocks. Since investors are interested of earning profits and making sure their investment actions are being rational, they need to know, where to place their money. Unfortunately, many new investors, who enter the stock exchange lack enough knowledge about markets and investing. In order to avoid speculative decisions based on media news and visual market changes, it is crucial for investors to value any asset before making the decision.

There are many different methods and variations of them, how to value a specific enterprise, based on many financial factors. One of the most popular methods of how to value a company are discounted cash flow models, or market based approach, such as comparing similar assets based on their financial data. However, each method has at least some drawbacks, which is why investors usually have valued enterprises by more than one method.

The aim of this bachelor thesis is to find a fair value of a company called AS LHV Group. The selection of this specific subject of the thesis is based on authors personal interest for investing. Since author has very little experience in stock exchange, this subject is important for him in order to put his theoretical knowledge into practical use. Since AS LHV Group is financial institution, the author uses discounted dividend method. In addition, the author uses also relative valuation, which is based on market multiples by comparable assets.

In order to achieve thesis purpose, the author has set the following question:

1. What is the fair value of AS LHV Group using discounted dividend model?

2. What is the fair value of AS LHV Group based on comparable assets market multiples method?
3. How much method results differed from each other?
4. How much does results differ from AS LHV Group market value?

The work consists of three parts. The first chapters focuses on the overview about bank valuation, which describes the essence of the valuation and more specifically regarding financial institution like bank. Since the work valuation methods are selected by the author, the first chapter also gives specific insight regarding discounted dividend method and comparable assets multiple method. Second chapter gives a slight overview of the subject, which the valuation is based on, AS LHV Group bank: history of the bank, some important financial data and overview of the stock. Third chapter shows the valuation methods progress, results and gives the end decision about the thesis subject.

The DDM model considers that stock price is equal to the present value of the sum of its future dividends, which means that forecasted dividends were considered as future cashflows. For using DDM model, the discount rate was used as cost of equity according to the banks literature. In addition, the author used a discounted dividend model, which was based on dividend growthrate, in order to bring out more reliable results from the DDM model. Another important aspect was to find suitable variation of the model. Since AS LHV Group is growing at rapid and unstable rate, the two-stage DDM model was used in control method.

When using the comparable assets method, the assets must be operating in the same sector, be close to same size, have same growth rate and generally be in the same stock exchange. Unfortunately the selection was very limited regarding to the important factors. In total, two of the similar banks were selected: Coop Bank and Šiaulių Bankas. The multiples relevant to the bank valuation, according to the literature, were P/E and P/B.

When using discounted dividend model, the fair value of AS LHV Group resulted at 22,7 euros, which refers to a market price being about 47% overvalued. When using market multiples method for comparable assets, the fair value was 26,16 euros, which refers to a market price being about 39,4% overvalued at the given date. When calculating average of the methods, the stock price resulted as 24,43 euros, which means that AS LHV Group market price was overvalued more than 43% in 31.12.21.

LISAD

Lisa 1.Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Sten Martin Üürike (*autori nimi*)

1. annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Börsiettevõtte väärtuse hindamine AS LHV Group näitel“

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on Kalle Ahi, MA

(juhendaja nimi)

- 1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh TalTechi raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks TalTechi veebikeskkonna kaudu, sealhulgas TalTechi raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

¹*Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil.*