

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Laura Enno

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE  
SWEDBANK AB NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB, peeriala Ärirahandus

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD

Tallinn 2021

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 11 811 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Laura Enno .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 185608TABB

Üliõpilase e-posti aadress: lauraenno47@gmail.com

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

ABSTRAKT .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	8
1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk .....	8
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....	14
1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod .....	19
2. SWEDBANK AB .....	22
2.1. Swedbank AB tutvustus .....	22
2.2. Swedbank AB põhilised finantsnäitajad .....	25
2.3. Swedbank AB aktsia ülevaade .....	30
3. SWEDBANK AB ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	33
3.1. Swedbank AB õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil .....	33
3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine .....	33
3.1.2. Omakapitali hinna ja terminaalväärtuse leidmine .....	37
3.1.3. Swedbank AB õiglase väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs .....	38
3.2. Swedbank AB väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil .....	42
3.3. Hinnang saadud tulemustele .....	44
KOKKUVÕTE .....	47
SUMMARY .....	50
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	52
Lisa 1. Lihtlitsents .....	56

## ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on: „Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine Swedbank AB näitel“. Töö eesmärgiks on välja selgitada ettevõtte õiglane väärtus ning selle erinevus turuhinnast. Antud ettevõtte tundub autorile atraktiivne investeering, mistõttu eesmärk on püstitatud selleks, et teha personaalselt kaalutletum finantsotsus. Õiglase väärtuse leidmiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate ettevõtete suhtarvude meetodit. Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust kasutades tema ajaloolisi finantsandmeid ning koostatakse tulevikus oodatavate vabade rahavoogude prognoos järgmise viie aasta kohta, mis võtab arvesse ka ettevõtte riskitaset. Võrreldavate suhtarvude meetodi põhjal hinnatakse analüüsitava ettevõtte erinevaid suhtarve temaga viie sarnase ettevõtete suhtarvudega.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitati järgmised uurimisküsimused:

- Mis on Swedbank AB aktsia õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on Swedbank AB aktsia õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused üksteisest?
- Kas Swedbank AB aktsia on börsil üle- või alahinnatud?

Diskonteeritud rahavoogude meetodi analüüsi tegemisel kasutatakse vabade rahavoogude asemel dividende, kuna antud tegevusvaldkonna keerulisus seisneb tulevaste rahavoogude prognoosimisel, sest kapitalikulutusi ehk investeeringuid põhivarasse, käibekapitali muutusi ja ettevõtte võlga ei ole võimalik hästi hinnata. Swedbank AB õiglase väärtus saadi diskonteeritud dividendide meetodil 258,04 SEK-i, mis on võrreldes turuhinnaga ligi 39% alahinnatud. Võrreldavate suhtarvude meetodil kujunes Swedbanki õiglaseks hinnaks 193,64, mis tähendab ka, et ettevõtte on turul ligi 4%-ga alahinnatud. Seega diskonteeritud rahavoogude mudeli tulemus on suhtarvude meetodi tulemusest ligi 33% kõrgem. Kahe meetodi aritmeetilise keskmisena sai autor Swedbanki aktsia õiglaseks hinnaks 225,84 SEK-i. See tähendab, et aktsia on 29.10.2021 sulgemishinnaga 186,24, turul ligi 21% alahinnatud.

Võtmesõnad: ettevõtte õiglase väärtuse hindamine, võrreldavate suhtarvude meetod, diskonteeritud rahavoogude meetod, suhtarvud, sensitiivsusanalüüs.

## SISSEJUHATUS

2020.aasta jääb kõigile meelde kui majandust laastav pandeemia aasta, kus suurem langus hoiti ära raha juurde printimisega, mis viis omakorda selleni, et samal ajal kui majandus tervikuna langes, siis ühel hetkel hakkasid aktsiaturud oma tippe tegema. Rahatrükk on põhjustanud ka selle, et inimestel on pangakontodel rekordkogustes raha, mis on viinud selleni, et investorkogukond nii Eestis kui ka mujal maailmas kasvab, sest soovitakse oma raha kaitsta tõusva inflatsiooni eest. Ainuüksi Eestis enne koroonapandeemiat oli väärtpaberi kontode omanikke, kellel on vähemalt 1 Tallinna börsi aktsia 2019.aasta lõpus 37 000 ning tänaseks 2021 novembrikuu seisuga on neid suurusjärgus 90 000, mis tähendab, et ligikaudu 2 aastaga on Eestis investorkogukond kasvanud ligi 2,5 korda, millest enamik on toimunud 2021.aasta jooksul.

Investeeringuvõimalusi on küll mitmesuguseid, aga investorite üheks lemmikuimaks varaklassiks peetakse just aktsiaid, sest need pakuvad pikas perspektiivis inflatsiooniga korrigeeritult kõige kõrgemat tootlust. Aktsiatesse investeerimise populaarsus peitub ka selles, et see on muutnud aja jooksul aina kiiremaks ja lihtsamaks. Tänapäeval saab aktsiaid soetada mobiiltelefoni rakenduste kaudu sekunditega. Lisaks sellele on teenustasud muutunud madalamaks ning nii mõneski maaklerfirmas on tasud täiesti tasuta. Seetõttu on avanenud võimalus suuremale hulgale inimestele, kes saavad alustada oma investeerimisteede ka väikeste summadega. Turule on tulnud aga palju uusi investoreid, kellel puudub varasem investeerimiskogemus. Tihtipeale investeeritakse lihtsalt seetõttu, kuna tuttavad räägivad oma positiivsetest tulemustest suurte tootluste näol, negatiivseid mainimata, ning seetõttu tekib nendel uutel inimestel *FOMO* (*fear of missing out*) efekt, mis tähendab hirmu rongist maha jääda. Antud kontekstis tähendab see seda, et inimesed kardavad ilma jääda niiõelda lihtsast rahateenimisvõimalusest. Seega probleem seisneb investorite teadmiste puudumises, mistõttu pannakse oma raha sinna, kuhu teised investeerivad, näiteks mõni tuttav, autoriteetne inimene või tehakse otsus hoopis kõhutunde põhjal. Seetõttu kui investoritel täpsemat strateegiat ei ole, siis on väga lihtne negatiivsete uudiste näol või kellegi teise eeskujul müüa oma osalused kahjumi korral või müüa ka liiga vara. Enim levinud viga aktsiaturul on see, et aktsiaid ostetakse tipust ja müüakse põhjast. Nii on näiteks ka toimunud ka Eesti riigi valitsus kahel korral kui külmutati pensionissemaksed börside põhjas. Eriti kurioosne sündmus

Balti börsil leidis aset maikuus, kui äripäeva raadiosaates selgus, et HansaMatrix omab osalust ka ühes edukas idufirmas. Samal päeval kui saade eetrisse laks, tõusis aktsia hind tipu hetkel ligi 80% ja päeva lõpuks jäi tõus ligi 60%. Ligi kuus kuud hiljem on aktsia hind madalam kui ta oli enne antud raadiosaadet.

Selleks, et neid vigu aga vältida, peaks iga investor, kes tegeleb investeerimisega, tegema iga investeringu kohta fundamentaalanalüüsi. Kui investor teab, mis on ettevõtte õiglane väärtus, siis on tal psühholoogiliselt kergem elada üle need hetked, kus aktsia on langustrendis. Lisaks sellele teab ta, millal on õige hetk aktsiat müüa, et teenida kasumit. Seetõttu teadlik investor teeb huvipakkuva ettevõtte kohta fundamentaalanalüüsi, mille kaudu leiab ta aktsia õiglase väärtuse ning väldib karjaefektist tingitud vead, mida paljud investorid tänapäeval teevad. Tänu õiglase hinna leidmisele teab investor, kui aktsia hind on alla turuhinna, siis on mõistlik aktsiaid soetada, kuid kui see on üle turuhinna, siis võiks aktsiad ostmata jätta või hakata olemasolu korral müüma. Kindlasti ei taga õiglase väärtuse leidmine 100%-liselt õiged vastused, kuid on siiski parem variant, kui teha otsuseid kõhutunde põhjal või kedagi teist järgides.

Bakalaureusetöök valiti Rootsi börsil kauplev finantsettevõtte Swedbank AB, kuna eelnevalt on panga õiglase väärtuse kohta kirjutatud vaid üks lõputöö. See võib olla tingitud sellest, et panga hindamine on palju keerukam võrreldes näiteks tavapärase tootmisettevõttega. Lisaks pakkus huvi autorile Swedbanki puhul see, et aktsia hind on oma tipust langenud rahapesuskandaali tõttu, mistõttu võib antud stabiilne ettevõtte olla hea investering. Seetõttu soovib autor teada saada mis on Swedbanki fundamentaalne väärtus, et langetada personaalselt kaalutletum finantsotsus antud ettevõttesse investeerimise või mitteinvesteerimise näol.

Autor valis õiglase väärtuse hindamise teema bakalaureusetöök, kuna omab suurt huvi investeerimise vastu, kuid teadmised jäävad pigem pealiskaudseks. Seetõttu antud töö õpetab kahe ettevõtte õiglase väärtuse hindamise kontseptsioone tundma õppida, misjärel saab neid rakendada ka teiste huvipakkuvate investeringute puhul. Sellega loodab autor vältida investorite emotsionaalsusest tingitud vigade tegemisest börsidel ning seeläbi portfelli tootlust pikemas perspektiivis kasvatada. Samuti aitab antud töö praktiseerida paljusid koolis õpitud finantsalaseid teadmisi.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on leida Swedbank AB õiglane väärtus, kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate ettevõtete suhtarvude meetodit. Saadud tulemuste

põhjal võrdleb autor, kas ja kui palju õiglase väärtus erineb tulemus turuhinnast. Nende eesmärkide saavutamiseks, püstitas autor järgnevad uurimisküsimused:

- Mis on Swedbank AB aktsia õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on Swedbank AB aktsia õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused üksteisest?
- Kas Swedbank AB aktsia on börsil üle- või alahinnatud?

Töö on jaotatud kolmeks osaks, kus esimeses peatükis uuritakse ettevõtte õiglase väärtuse hindamise teoreetilist tausta ning tutvustatakse erinevaid meetodeid, kus tuuakse eraldi välja diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetod, mida antud lõputöö raames ka analüüsimise käigus kasutatakse. Töö teises osas tutvustab autor Swedbank AB tegevusalasid, majandustulemusi ning koostab ka ettevõttele lühikese finantsanalüüsi. Kolmandas osas leiab autor Swedbanki aktsia õiglase väärtuse, kus kasutab kahte eelnevalt mainitud meetodit, mille lõpptulemus koosneb nende kahe õiglase väärtuse keskmisest tulemusest.

Töö autor soovib ka tänada TalTechi õppejõudu Kristjan Liivamäge, kes aitas töö valmimisele kaasa oma nõuannete ja selgitustega.

# 1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

## 1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk

Investeeringi üks põhitõdesid on see, et investor ei peaks maksma ühegi varaklassi eest rohkem kui see tegelikkuses väärt on. Seetõttu iga vara hind ei tohiks olla lihtsalt hinnang, vaid see peab põhinema mingisugusel asjaoludel. Ideaalis peaks finantsinstrumentide hind peegelduma tema rahavoogudes, mis seda ka õigustab. Seetõttu on väga oluline eristada, mis on millegi hind ning, mis on selle tegelik väärtus. Probleem seisneb selles, et tänasel päeval leidub palju investoreid, kelle arvates näiteks aktsia sisemine väärtus ei ole kõige olulisem, vaid hinda õigustab juba see, kui leidub keegi, kes on nõus tulevikus kõrgema hinnaga ostma. See on aga ohtlik mõtteviis, sest alati leidu teist ostjat, kes soovib osta midagi, mille hind ei pruugi selle väärtusele vastata. (Damodaran 2002, 1-2)

Hindamismudeleid leidub palju, aga hindamisviise on kokku 2 – sisemine ja relatiivne. Sisemine väärtus põhineb kahel ootusel - mis on ettevõtte tulevased rahavood ja kui kindel nendes rahavoogudes olla saab. Varad, mille rahavood on stabiilsemad ja suurema kasvuga peaksid olema väärt rohkem kui varad, mille rahavood on kõikumavad ja ei kasva nii palju. (Damodaran 2011, 4) Üldiselt annab sisemine väärtus suurema pildi ettevõttest kui relatiivne hindamine. (Damodaran 2011, 77-78) Benjamin Graham defineerib seda kui hinda, mida makstakse siis, kui teadlik omanik müüb oma ettevõtte teadlikule ostjale erapooletult vahendatud tehingus. (Browne 2020, 32) Relatiivset hindamist kasutatakse siis, kui vaadatakse, kuidas on antud vara hinnastatud turgudel võrreldes teiste samalaadsete varadega. Näiteks kui on soov osta korterit, siis tuleks vaadata sarnases asukohas samalaadsete korterite hindasid. Börsil tuleks aga vaadata sarnaste ettevõtete väärtussuhtarve. Kõige mõistlikum meetod just alahinnatud aktsiatesse investeerimisel on kasutada neid kahte analüüsimeetodit koos, mida autor ka antud töö vältel teeb. (Damodaran 2011, 5)

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamine on oluline mitmetes erinevates finantsvaldkondades – ettevõtte rahanduses, ettevõtete ühinemises, ülevõtmises ning portfelli halduses. Iga ettevõtte, kelle eesmärgiks on oma väärtuse suurendamine peaks teadma, mida täpsemalt selleks tegema peab. Firma väärtus on otseses seoses sellega, milline on ettevõtte strateegia ja milliseid finantsilisi otsuseid langetatakse – mis projekte tehakse, kuidas kapitali kaasatakse ning mis on ettevõtte



dividendipoliitika. Ettevõtete ühinemises ja ülevõtmises on õiglane väärtus aga eriti oluline, kuna väärtuse arvutamine on komplekssem, sest hõlmab mitmeid aspekte, näiteks milliseks kujuneb ühinemiste mõju lisandväärtus. (Damodaran 2002, 11-12)

Õiglase väärtuse hindamist portfelli halduses kasutavad eelkõige aktiivsed investorid, kes investeerivad pikaajaliselt. (Damodaran 2002, 6). Kui näiteks päevaevakauplejad kasutavad tehnilise analüüsi raames aktsiatesse investeerimisel peamiselt aktsiagraafikuid, siis väärtusinvestorid, kes teevad fundamentaalanalüüsi keskenduvad aga ettevõttele tervikuna – majandusaasta aruanded, makromajandus, juhtkond ning ettevõtte tulevikupotentsiaal. Fundamentaalse väärtuse hindamises kasutatakse peamiselt diskonteeritud rahavoogude meetodit, suhtarvude meetodit ja võrreldavate ettevõtete meetodit, millest kahte viimast kasutatakse tihtipeale koos võrreldavate ettevõtete suhtarvude meetodina. Fundamentaalanalüüsi üheks seisukohaks on, et turgul leidub ebaefektiivsusi, mistõttu turuhind erineb oma õiglasest väärtusest antud hetkel ja seega võib see olla turul üle- või alahinnatud. Lühiajaliste hinnakõikumiste põhjuseks arvatakse olevat investorite psühholoogia, millega tegelevad päevakauplejad. Fundamentaalanalüüsi kasutavad aga pikaajalised investorid, kelle ootusel pikema aja jooksul turg on siiski efektiivne ning aktsia hind liigub oma õiglase väärtuse juurde tagasi. (Kert 2007, 159-160) Seetõttu fundamentaalanalüüsi tegijad eeldavad, et ettevõtte väärtus peaks vastama tema finantstulemustele ning kui nende saadud tulemus erineb võrreldes turuga, siis on võimalik öelda, kas antud aktsia on üle- või alahinnatud. Nad ostavad portfelli palju erinevaid alahinnatuid ettevõtteid, mille järel ootavad, et mõistliku aja jooksul portfelli keskmine tootlus ületab turgu. (Damodaran 2002, 8)

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamisel leidub ka negatiivseid külgi, sest see on iga autori poolt rohkemal või vähemal määral kallutatud ehk tulemus on subjektiivne. Kallutatud algab juba sellest, missugust ettevõtet valitakse analüüsimiseks. See võib tuleneda näiteks sellest, et autor on lugenud varem antud ettevõtte kohta, et on üle- või alahinnatud ja seeläbi juba enne analüüsima asumist on formuleerinud positiivsema või negatiivsema analüüsi tulemuse. (Damodaran 2011, 7-8) Kuna analüüsimise tegureid on väga palju, siis kallutatusele annab juurde ka see, et on raske eristada olulist informatsiooni mitteolulisest, sest tänasel päeval on info üleküllus. Seetõttu oleneb analüüsi tulemus väga sellest, milliseid tegureid antud analüüsis kasutati, milline vaade on analüütikul antud ettevõttele ning mis on tema üleüldised väljavaated majandusest tulevikus, sest see kõik avaldub lõpuks analüüsis saadud hinnas. (Damodaran 2002, 2-3) Näiteks kui ollakse ettevõttest positiivselt meelestatud, siis võib juhtuda nii, et kui peab hindama tuleviku rahavoogusid, siis

kasutatakse kõrgemaid kasvu protsente ning nähakse vähem riske kui reaalsus tegelikult lubab. Elukutseliste analüütikute tulemustes on kallutatust aga veelgi rohkem kui erainvestorite seas, sest tegutsetakse ettevõtte huvides. Aktsiaanaluütikud annavad rohkem osta kui müü soovitusi, sest nad peavad teiste ettevõtetega häid suhteid hoidma, mistõttu võib surve tulla nii ettevõtte enda kui ka analüüsitava ettevõtte poolt. (Damodaran 2011, 8)

Selleks, et olla oma analüüsis rohkem objektiivsem, tuleks kasutada rohkem infoallikaid, mis põhinevad faktidele mitte teiste arvamustele. Näiteks selle asemel, et lugeda vaid analüütikute hinnanguid antud ettevõtte kohta, peaks lugema ka ettevõtte majandusaasta aruannet ning oma tulemused selle põhjal formuleerima. Kui analüütikute analüüse lugeda, siis tuleks kindlasti mõelda, mis põhjusel antud ettevõtet hinnatakse ning mis võiksid olla tegurid, mis nende tulemust võib mõjutada. (Damodaran 2011, 9)

Kokkuvõttes võib öelda, et tulemused, mis saadakse ei saa võtta kui täielikku tõde, sest määramatus ja subjektiivsus jääb tulemusesse alati sisse (Damodaran 2002, 2-3). Lisaks võib õiglane väärtus tunduda teistsugusena erinevatele tehingu osapooltele ehk ostjale ja müüjale. Näiteks ettevõtte, kes müüb oma firmat, näitab õiglane väärtus selle minimaalset hinda ning ostja, kes ettevõtet osta soovib, näitab see aga maksimaalset hinda. (Fernandez 2007, 2) Näiteks kui Eesti Raudtee soovis oma ettevõtet müüa 2,5 miljardi krooniga, siis Tallinna Sadam tahtis seda samal ajal osta 1,3-2 miljardi krooniga, Eesti riik aga 2,1-2,2 miljardi krooniga. Lõpuks müüdi Eesti Raudtee 2,35 miljardi krooniga Eesti riigile. Õiglase väärtuse hindamine on oluline, sest nii müüjal kui ka ostjal tuleb oma hinda põhjendada faktide ja analüüsiga ning alles seejärel jõutakse kuldse keskteeni. (Zirask 2008, 104-105)

Lisaks eelnevale tuleb meeles pidada seda, et mistahes mudelit tuleb muuta pidevalt, sest faktid muutuvad. Seega analüüsi tuleb muuta iga kord kui uus informatsioon ettevõtte kohta avaldatakse. Lisaks tuleb ka järgida makromajandust, näiteks intressimäärade muutust, sest see kõik mõjutab ettevõtte väärtust, mis tuleks analüüsi sisse arvestada. (Damodaran 2002, 4-5) Päril täpset tulemust saada jällegi ei ole võimalik, sest mitte keegi ei oska ennustada täpseid tuleviku rahavoogusid, kuna ei osata ette näha selliseid asju, nagu näiteks Lehman Brothersi pankrot või koroonakriis ning seda, mil määral need sündmused täpsemalt majandust mõjutavad.

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamine tundub inimestele olevat keeruline, mistõttu enamik osa investoritest sellega ei tegele. Nagu ka eelnevalt mainitud, leidub selles määramatust ning võib

juhtuda ka nii, et ettevõtte kohta ei leidu piisavalt informatsiooni. Vaatamata nendele põhjustele, on õiglase väärtuse hindamine siiski kasulikum kui ilma analüüsimiseta oma otsuseid langetada. Mudeleid on võimalik lihtsustada ning investeerimise edukus seisneb selles, et sul võib olla rohkem õigus kui teistel, mis sest, et sinu hinnang ka õige ei ole. (Damodaran 2011, 12)

Õiglase väärtuse hindamise mudeleid on mitmeid. Mõne põhimõtted on korrektsed, aga samas on ajakulukad, näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodid. Mõned aga ei ole põhimõtte poolest õiged, aga piiratud informatsiooni ja aja tingimustes sobivad, näiteks võrdlus- ja segameetodid. Leidub ka lihtsamaid, näiteks raamatupidamisväärtuse leidmise meetod ja raskemaid, näiteks reaaloptsoonide meetodid. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid jagatakse viite kategooriasse: bilansil põhinevad meetodid, võrreldavate tehingute meetodid, segameetodid, rahavoo diskonteerimine, reaaloptsoonide hindamise meetodid. (Zirnask 2008, 121-122)

Diskonteeritud rahavoogude meetodit peetakse kõige õigemaks väärtuse hindamise meetodiks. (Zirnask 2008, 133). See on vaieldamatult kõige tömahukam analüüs, mille põhiidee seisneb selles, et ettevõtte väärtus sõltub tulevikus teenitavate rahavoogude suuruselt, mida on korrigeeritud riskitaseme, omanike nõutava tulunormi ehk WACC-ga ning ka mitmete muude teguritega. Rahavoogude omavaheliseks võrdluseks tuleb rahavood diskonteerida tänasesse päeva (Damodaran 2011, 15). Antud mudel on aga väga ajakulukas, mistõttu seda üritatakse võimalikult vähe kasutada (Kert 166).

Enamjaolt on iga vara väärtus otseses seoses sellega, mis on ka teiste sarnaste varade hinnad turul. Näiteks kui inimene ostab endale uue korteri, siis ta vaatab, mis hinnad selles kortermajas on ja lähtub tehingusse minnes teiste sarnaste korterite hindadest. Võrreldavate suhtarvude meetodi kasutamisel tuletatakse vara hind mingisuguste ühiste muutujate abil, milleks võivad olla näiteks tulud, rahavood või raamatupidamisväärtus. Peamiselt üritatakse leida ettevõtteid, mis on turul hinnastatud soodsamalt kui teised sarnased firmad. (Damodaran 2011, 59) Enamasti kasutatakse suhtarvude meetodit, sest selle kasutamine on lihtsam ja kiirem kui diskonteeritud rahavoogude meetod. Selle kasutamisel saab kiire ülevaate, kuidas antud ettevõtteid võrreldes teistega börsil hinnatakse. See aga ei sobi väga siis, kui börsil pole sarnaseid ettevõtteid, millega suhtarve võrrelda või kui firma teenib hoopis kahjumit. (Damodaran 2002, 9)

Tabel number üks kajastab rahvusvaheliste professionaalsete analüütikute enimkasutatavaid laiapõhjalisi hindamismeetodeid. Antud uuringus koguti kokku ligi 2000 CFA (*charter financial*

*analyst*) institutsiooni liikmete ankeedid, kes olid peamiselt ameeriklased ning ülejäänud Euroopast, Aasiast, Lähis-Idast ja Aafrikast.

Tabel 1. Professionaalsete analüütikute levinuimad hindamismeetodid

<b>Millist hindamismeetodit analüütik kasutab?</b>	<b>Vastanute %</b>	<b>Kui tihti antud meetodit analüüsidest kasutatakse (mediaan)</b>
Suhtarvude meetod	92,8	68,6
Diskonteeritud rahavoogude meetod	78,8	59,5
Varade hindamise meetod	61,4	36,8
Reaaloptsioonide meetod	5	20,7
Muu meetod	12,7	58,1

Allikas: Pinto *et al.* 2015, 9

Esimese joonise vasakpoolne tulp kirjeldab, milliseid meetodeid analüütikud üleüldse oma töös kasutavad. Teises tulbas on aga välja toodud meetodite kasutamise sagedus ehk kui tihti antud meetodit kõikidest analüüsides kasutatakse. Seetõttu võib öelda, et parempoolsemad andmed võivad anda adekvaatsema tulemuse. Need meetodid, mille mediaan on üle 50% kasutatakse enamasti iga ettevõtte analüüsil ning need, mille mediaan on madalam, kasutatakse pigem harvem ehk vastavalt olukorrale. Antud uuringust on näha, et põhimõtteliselt iga analüütik kasutab suhtarvude meetodit oma töös ning ka seda, et nad kasutavad seda pea igas analüüsis, mida nad teevad, kuna sageduse protsent on ligi 69. Väga populaarne on ka diskonteeritud rahavoogude meetod, mida kasutavad üle kolmveerandi analüütikutest ning ka üle poolte kordadest. Kui tugineda teise tulba andmetele, siis võib öelda, et suhtarvude meetod ning diskonteeritud rahavoogude meetod on kõige tavapärasemad hindamismeetodid, mida analüüsi käigus kasutatakse. Kõige vähem kasutatakse reaaloptsioonide meetodit. Muude meetoditena kasutati näiteks tehnilist analüüsi. Ettevõtte väärtuse hindamine sõltub kindlasti suuresti sellest, millist ettevõtet hinnatakse. Näiteks riskifondid, kes investeerivad lühiajaliselt ning suurema riskiga instrumentidesse kasutavad märgatavalt vähem diskonteeritud rahavoogude meetodit ettevõtete hindamisel. Investeerimispannad kasutavad rahavoogude meetodit aga peamise meetodina, sest teevad investeringud pikemaks perioodiks. (Pinto *et al.* 2015, 11)

Tabel number 2 kajastab antud uuringu kõige populaarsema meetodi ehk suhtarvude meetodi enimkasutatavaid suhtarve. Jooniselt on näha, et enimkasutatavaim suhtarv on P/E ehk hinna ja kasumi suhe, mis sobib hästi ka panga kirjeldamiseks. Kui vaadata parempoolset tulpa, siis on

näha, et seda kasutatakse enamike analüüside tegemisel. (Pinto *et al.* 2015, 9) Ettevõtte väärtuse hindamisel suhtarvude meetodil tuleb kindlasti valida analüüsitava ettevõtte jaoks sobivad suhtarvud, sest kõik suhtarvud erinevatele ettevõtetele ei sobi, kuna võivad anda valesid tulemusi. (Fernandez 2002, 4). Näiteks antud tabelis on EV/EBITDA populaarsuselt teisel kohal, kuid seda on finantsettevõtete puhul keeruline kasutada, kuna panga väärtust ning omakapitali väärtust on raske tulevikku vaatavalt hinnata (Kõva 2017, 13). Finantssektori ettevõtteid on parem hinnata omakapitalil põhinevate suhtarvudega kui väärtuse suhtarvudega, kuna eelnevalt nimetatud suhtarvud põhinevad võlal, mida on aga pangas keeruline määrata. Analüütikute eelistatumatest suhtarvudest kolmandal kohal oli P/B suhe, mida kasutatakse oma analüüsidest alla poolte kordadest. Muude suhtarvude all kirjutasid analüütikud, et kasutavad kõige rohkem PEG suhtarvu, mis on P/E jagatis kasvukiirusega. (Damodaran 2009, 33)

Tabel 2. Professionaalsete analüütikute enimkasutatavad suhtarvud

<b>Suhtarv</b>	<b>Vastanute %</b>	<b>Kui tihti antud meetodit analüüsidest kasutatakse (mediaan)</b>
Dividenditootlus	35,5	44,3
EV/EBITDA	76,7	61,1
P/B	59	44,8
P/CF	57,2	54,6
P/S	40,3	45,7
P/E	88,1	67,2
Muud suhtarvud	11,6	58,5

Allikas: Pinto *et al.* 2015, 12

Kuna õiglase väärtuse hindamise mudeleid on reaalsuses mitmeid ning nende tulemused võivad erineda üksteisest, siis otsustas autor, et kasutab antud uuringu järgi kahte kõige levinumat, milleks on diskonteeritud rahavoogude meetod ja võrreldavate suhtarvude meetod, kus kasutatakse populaarsemaid ja pankadele sobivaid P/E ja P/B suhtarvu. Kahte meetodit kasutades annab see tulemusse rohkem objektiivsust.

## 1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Enamik inimesi teab, et 1 euro on täna väärt rohkem, kui 1 euro tulevikus. Selle põhjus peitub järgnevas kolmes väites (Damodaran 2011, 14):

1. Inimesed eelistavad tarbimist kohe ja praegu, mitte tulevikus
2. Inflatsioon mõjub raha ostujõule negatiivselt, mistõttu 1 euro eest saab täna rohkem osta kui selle eest saaks näiteks aasta pärast või hiljem
3. Lubatud tulevast rahavoogu ei pruugi tulla, kuna ootamises peitub risk.

Diskonteeritud rahavoogude mudel aitab arvutada vara tulevaseid rahavoogusid nüüdisväärtusesse, et võrrelda tuleviku ja oleviku rahavoogusid omavahel. Seda peetakse ainukeseks korrektseks õiglase väärtuse hindamise meetodiks. (Ibid.).

Rahavoogude prognoosi tehakse ülimalt hoolikalt vastavalt igale ajaperioodile, kus vaadatakse detailselt üle kõik ettevõtte rahavoogusid mõjutavaid aspekte - müügitulu, töötajatega seotud kulutused, toorainete kulutused, administratiivsed kulud, laenude maksed jne. (Fernandez 2007, 14) Vaba rahavoog ettevõttes on summa, mis jääb alles pärast kõikide kohustuste ja maksude tasumist. See, mis üle jääb võidakse näiteks maksta välja dividendidena omanikele või reinvesteerida. (Zirnask 2008, 134)

Ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude mudelis kasutatakse peamiselt kahte vabade rahavoogude lähenemist – firma vaba rahavoog FCFF (*free cash flow to firm*) ja omanike vaba rahavoog FCFE (*free cashflow to equity*). Kolm kõige rohkem kasutatavat vabade rahavoogude meetodit on toodud välja alljärgnevas tabelis. (Ibid.)

Tabel 3. Firma vaba rahavoo koosseis

<b>Rahavoo saajad</b>	<b>Rahavoog</b>	<b>Diskontomäär rahavoo nüüdisväärtuse leidmiseks</b>
Firma omanikud (aktsionärid, osanikud)	+puhaskasum +kulum -investeeringud põhivarasse -käibekapitali muutus	Omakapitali hind

	-vanade laenude tagasimaksud +uued laenud	
Võlausaldajad	+intressikulud* (1-maksumäär) +laenude põhisumma tagasimaksud -uued laenud	Laenude maksudejärgne turuintressimäär
Firma vaba rahavoog	+ puhaskasum +intressikulud* (1-maksumäär) +kulum -investeeringud põhivarasse -käibekapitali muutus	Kapitali kaalutud keskmine hind

Allikas: (Zirnask 2008, 135)

Finantsettevõtete hindamine on vabade rahavoogude prognoosimise mõistes erijuhtum, kuna neid ei hinnata eelnevalt mainitud mudelitega, vaid vabadeks rahavoogudeks on dividendid. (Zirnask 2008, 133) Antud tegevusvaldkond on keerulisem, kuna panga ärimudel ei ole traditsiooniline. Näiteks kohustus ehk võlg on pangale nagu teras General Motorosile ehk tooraine mitte kapitali allikas. Panga ärimudel seisneb selles, et laenatakse raha klientidelt hoiustena, mida kallimalt teistele klientidele edasi laenab. Isegi kui võlga oleks võimalik käsitleda kui kapitali allikat, siis keeruliseks teeb asja see, et pangad kasutavad oma äritegevuses väga palju võlga. (Damodaran 2002, 576)

Raskeim osa diskonteeritud rahavoogude prognoosimisel on tulevased rahavood, sest reinvesteermise määra on raske mõõta, kuna kapitalikulutusi ehk investeeringuid põhivarasse ja käibekapitali muutust ei ole võimalik hästi hinnata. Näiteks ei ole panga bilansis midagi suurt materiaalses varades. Kui tootmisettevõtted reinvesteervad raha põhivarasse nagu näiteks masinad ja seadmed, siis pank teeb seda pigem immateriaalsesse varadesse – brändi ja inimkapitali. Seetõttu kajastatakse panga majandusaasta aruandes reinvesteermised

tegevuskuludena, mida ei ole aga rahavoogude aruandes näha. (Damodaran 2002, 576-577) Käibekapitali on keeruline arvutada, sest panga bilansis ei ole varad jaotatud eraldi käibevarade ja põhivarade kategooriasse. Sama käib ka kohustiste poole kohta. See on pankades nii põhjusega, kuna ei ole alati täpselt teada, millal kliendid oma deposiite tagasi soovivad, mistõttu ei ole ajaline kategoriseerimine käibevarana või põhivarana ka mõistlik. (Blishkin 2021) Seega kuna eelnevalt nimetatud olude tõttu ei ole võimalik hinnata reinvesteeringu määra tulevikukasvuks, mistõttu vabasid rahavoogusid ei ole ka võimalik hinnata. Seetõttu tuleks finantssektori ettevõtete vabade rahavoogude prognoosimise asemel kasutada dividende, kuna need on ainukesed rahavood, mida on võimalik hinnata. Veel tuleb eeldada, et need makstakse ka kogu kasumina välja. Rahavoogude diskonteerimise mudelis põhineb aktsia väärtus tulevikus oodatavate maksimaalsete võimalike dividendide nüüdiseväärtusele (Damodaran 2009, 8-15). See leitakse järgmise valemi abil (Damodaran 2002, 15):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kus

$PV$  – rahavoogude ehk dividendide nüüdiseväärtus,

$n$  – vara eluiga,

$t$  – periood,

$CF_t$  – rahavood ehk dividendid perioodil  $t$ ,

$r$  – diskontomäär.

Kuna ükski ettevõtte ei saa lõpmatuseni kasvada, siis selleks, et leida ettevõtte koguväärtus tuleb kõik ettevõtte poolt genereeritavad rahavood tulevikus kokku liita ning lisada sellele summale ka terminaalkasv. (Salurand 2014, 11) Tuleviku rahavoogusid prognoositakse tavaliselt 5 aastat, kuna seda pikemalt tehes võib analüüsi tulemus olla vale. (Ganti 2021). Terminaalkasvu kasutatakse, kuna see aitab välja selgitada kõikide tulevikus genereeritavate rahavoogude väärtust alates perioodist, mil ei ole enam võimalik mõistliku täpsusega rahavoogusid prognoosida. See on kõigi järgnevate rahavoogude väärtus kuni lõpmatuseni, kui eeldada, et ettevõtte jätkab oma tegevust. Terminaalkasvu hindamine on kriitiline, kuna see moodustab enamuse ettevõtte väärtusest. (Salurand 2014, 11-12) See leitakse järgneva valemi abil (Damodaran 2002, 425):

$$\text{Terminaalkasv} = \frac{CF_{t+1}}{r-g} \quad (2)$$

kus

$g$  – kasvumäär.



Ettevõtte koguväärtuse leidmiseks tuleb eelnevalt nimetatud valemid omavahel kokku liita, mille valem näeb välja järgnevalt (Damodaran 2002, 423):

$$Ettevõtte väärtus = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{Terminaalväärtus_n}{(1+r)^n} \quad (3)$$

kus

$n$  – kasvuperioodi viimane aasta, millest alates kasv stabiliseerub.

Terminaalväärtuse üks olulisemaid komponente on pikaajaline kasvumäär, kuna selle muutused võivad terminaalväärtust muuta oluliselt, millest tulenevalt muutub silmnähtavalt ka õiglase väärtuse lõplik tulemus. Ükski ettevõtte ei saa kasvada igavesti kõrgema kasvumääraga kui majandus, milles antud ettevõtte tegutseb. Seetõttu on pikaajaline kasvumäär tihtipeale sama mis majanduskasvul või madalam. Damodarani üks rusikareeglitest on ka näiteks see, et pikaajaline kasvumäär ei tohiks ületada riskivaba tulumäära, mida kasutatakse omakapitali hinna leidmisel. (Damodaran 2002, 423)

Diskontomäärana tuleb kasutada antud meetodis omakapitali hinda, sest kaalutud keskmise kapitali hinnaga (*WACC*) tuleks sisse arvestada kohustised, mida finantsettevõtete puhul on keeruline hinnata (Damodaran 2009, 14). Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse peamiselt finantsvarade hindamise mudelit (*capital asset pricing model*) – *CAPM*. See näitab suhet süsteemaatilise riski ehk beeta ja finantsvara (peamiselt aktsiate) tootluse ootuse vahel (Omakapitali...). Antud mudeli eesmärgiks on hinnata, millist tootlust investor võib oodata arvestades riski ja raha ajaväärtuse kontseptsiooniga (Kenton 2021). See on leitav järgneva valmi abil (Koller *et al*, 300):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f] \quad (4)$$

kus

$k_e$  – omakapitali oodatav määr,

$r_f$  – riskivaba tulumäär,

$E(R_m)$  – oodatav turu tulumäär,

$E(R_m) - r_f$  – tururiski preemia,

$\beta$  – beetakordaja.

Kuna omakapital koosneb mitmetest komponentidest, siis on oluline selgitada nende tegurite mõisteid ning leida analüüsi käigus nende väärtused. Üheks teguriks antud mudelis on riskivaba tulumäär, mis on tulu, millel puudub risk, kus investor ootab riskivaba tootlust (Konkurentsiamet 2019, 8). Ehk oodatav ja tegelik tootlus peavad omavahel olema võrdsed. Enamikes arenenud

riikides leitakse riskivaba tulumäär võlakirjade tootluse abil. Mitte seetõttu, et riigid juhiksid ettevõtteid paremini, vaid nad kontrollivad valuuta printimist. Vastavalt sellele, kas analüüsitakse pikaajalist või lühiajalist investeerimisprojekti, kasutatakse lühiajalisel projektil lühiajaliste võlakirjade tootlust ja pikaajalise projekti puhul pikaajaliste võlakirjade tootlust. (Damodaran 2002, 154-155) Kõige ideaalsem variant on siis, kui rahavoogusid diskonteeritakse 10 aasta põhjal, ning seetõttu vastavalt kasutatakse ka 10-aastase nullkupongiga võlakirjade tulususe määra. Ameerika Ühendriikide ettevõtete analüüsimisel kasutatakse enamjaolt ka just 10-aastase võlakirjade tootlust ning Euroopa ettevõtete hindamisel kasutatakse enamasti Saksamaa 10-aastase võlakirjade tootlust, kuna neil on suurem likviidsus ja väiksem krediidirisk võrreldes teiste Euroopa riikidega. Oluline tähelepanek on see, et rahavood ja omakapitali hind peavad olema samas valuutas, kuna võlakirjade tootlus sõltub inflatsioonist. (Koller *et al*, 302) Antud lõputöö raames analüüsitav ettevõtte on noteeritud Rootsi börsil, kus valuutana kasutatakse Rootsi kroone, mistõttu tuleb kasutada Rootsi 10-aastase tähtaja tulususega võlakirju.

Riskivaba tulumäär koosneb lisaks võlakirjade tootlusele ka riigi riskist. See on selline raha hulk, mida peab riik rahvusvahelisel turul raha laenamise eest rohkem maksma riigist, kellel on parem maksavõime reiting. Seda mõõdetakse valitsuse võlakirjaintresside määrade erinevusega. (Konkurentsiamet 2019, 10) Krediidireitingud määravad sõltumatud rahvusvahelised reitinguagentuurid, millest tuntumad on *Standard&Poor's* ning *Moody's Investor Service* (Võrklaev 2008, 53). Damodaran arvutab riigiriski reitingud eelnevalt nimetatud andmebaaside alusel, mille järgi Rootsi riigirisk on AAA ning krediidiriski preemia 0. Eesti ettevõtete riigiriski reiting on aga A1 ning väärtuseks on 0,62%. Kuna antud töös analüüsitakse Rootsi ettevõtet, siis riigiriski preemia väärtust antud valemis ei kasutata, kuna väärtuseks on 0. (Country...)

Investorid, kes on riskiteadlikud, nõuavad preemiat selle eest, et nad investeerivad pigem aktsiatesse kui võlakirjadesse, sest risk on aktsiates suurem (Koller *et al*, 340). Ehk tururiskipreemia näitab, kui palju investorid teenivad rohkem lisaks riskivabale tulumäärale, mis on preemia süstemaatilise riski võtmise eest. Selle leidmiseks kasutatakse ajalooliste andmete põhjal leitavat riskipreemiat või oodatava riskipreemia leidmist. (Konkurentsiamet 2019, 18) Enamasti kasutatakse ajaloolist lähenemist, kus aktsiate pikaajalist tootlust võrreldakse võlakirjade pikaajalise tootlusega, kus nende erinevuse summa annab ajaloolise tulu riskipreemia (Kõva 2017, 20). Tururiskipreemiat soovitatakse arvutada geomeetriliste keskmiste alusel, kuna pikemaajaliste rahavoogude arvutamisel kasutatakse kombineeritud tootlust ning kui kasutada aritmeetilist keskmist, siis viib see tulemuse liiga kõrgeks (Damodaran 2011, 304)

Lisaks eelnevalt nimetatud teguritele CAPM valemis, on vaja teada ka beetakordaja väärtust. See näitab, kas ettevõtte on turukeskmisest riskantsem või mitte (Konkurentsiamet 2019, 20). Aktsia beeta volatiilsust võrreldakse tavaliselt S&P 500 indeksiga, mille väärtus on 1. (Investeeringisõpik...) Seetõttu turu keskmine beeta on 1 ehk kui aktsia beeta on üle ühe, siis on tegemist turust riskantsema aktsiaga ning vastupidi. Beeta mõõdab süstemaatilist riski, mida ei ole võimalik portfelli koostamisega hajutada. (Konkurentsiamet 2019, 20) Beetakordaja väärtus võib olla nii sektoripõhine, võrreldavate ettevõtete valimi keskmine (kohandatakse vastava ettevõtte finantsvõimendusega) või raamatupidamislik (Investeeringisõpik...).

### **1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod**

Börsidel leidub samas sektoris erinevaid ettevõtteid, mille aktsiad võivad maksta nii 112 000\$ tükk ning kui ka aktsiaid, mis maksavad vaid sente. Selleks, et neid kahte aktsiat omavahel samadel alustel võrrelda saaks, tuleb hinnata aktsia õiglast väärtust, kus üheks meetodiks on ettevõtete samade suhtarvude baasil hindamine. (Hänni 2008, 26) Ettevõtete võrdlemine väärtussuhtarvudega seisneb selles, et kui kokku võtta ühes sektoris tegutsevad ettevõtted ning võrrelda neid erinevate suhtarvudega, siis saabki öelda, kas antud ettevõtte, mida hinnatakse on võrreldes teistega odavam, võrdväärne või kallim. (Kert 2007, 168)

Suhtarve arvutatakse nii mineviku kui tuleviku finantsandmete põhjal. Lihtsam on teha arvutused varasemate finantstulemuste põhjal. Samas sisaldab see endas vähem informatsiooni tulevikuprognoside kohta. Lisaks leitakse suhtarvud ka prognoositavate finantstulemuste põhjal, mis peaksid adekvaatsema tulemuse andma, kuna on otseselt seotud prognooside enda kvaliteediga. (Kert 2007, 166) Analüüsi tuleks sarnaste ettevõtete vahel teha sama aja raames, kuna suhtarvud varieeruvad aegajalt vastavalt makromajanduse olukorrale, mistõttu seda tehes võib see viia valede järeldusteni. Näiteks madalad intressimäärad viivad P/E suhte üles ja majanduse languse ajad viivad P/E suhte alla. Seetõttu on leidunud olukordi kui ettevõtte P/E väärtus on olnud 15, siis näiteks aastal 2008 oli see kallis, 2009 oli see odav ning 2010 aga enam-vähem õiglase väärtusega. (Damodaran 2011, 68)

Populaarseim väärtussuhtarv investorite seas on eelnevalt mainitud P/E (PER) ehk hinna kasumi suhe, mida arvutatakse järgneva valemi järgi (Kert 2007, 167):

$$P/E = \frac{p}{EPS}, \quad (5)$$

kus

$p$ - aktsia turuhind (*price*),

$EPS$  – puhaskasum aktsia kohta.

P/E Populaarsus seisneb selle arvutamise lihtsuses ja tähtsas informatsioonis, mida antud suhe investorile annab. (Ibid.) P/E näitab, kas ettevõtte on turul üle- või alahinnatud võrreldes oma ajalooliste näitajatega, turu keskmisega või sarnaste ettevõtetega (Tõnisson 2020). Kõige rohkem kasutatakse kahte P/E suhet – jooksev ja edasivaatav. Jooksva P/E suhtega on tegemist siis, kui kasutatakse auditeeritud majandusaasta numbreid, aga edasivaatava P/E arvutamisel kasutatakse tulevasi finantsprognose. (Siniloo 2019) Nendest tuntuim on jooksev P/E, kuna see on investorite jaoks usaldusväärsem, sest tulevikus prognoositavad tulemused ei osutu alati tõeks. Samas võib miinusena välja tuua selle, et antud P/E põhineb mineviku tulemustel, mis ei tähenda seda, et tulevikus ei võiks ettevõtte paremaid tulemusi näidata. (Fernando 2021)

Madal P/E suhtarv võib ettevõttel olla seetõttu, et kaupleb börsil odavam hinnaga kui õiglane väärtus. See on oluline investori jaoks, kes investeerib turul pikka aega, sest ta usub, et tulevikus ettevõtte kasumid suurenevad mõistliku aja jooksul. Samas võib madal P/E tähendada ka seda, et investorid ei usu, et tulevikus on ettevõtte edukam. (Hänni 2008, 27) Kõrge P/E suhtarv võib tähendada seda, et ettevõtte on ülehinnatud või investorid ootavad suuremaid kasumeid võrreldes teiste sarnastes valdkondades olevate ettevõtetega (Fernando 2021). Tuleb ka vaadata, mis antud sektori keskmine P/E on. Näiteks infotehnoloogia ettevõtete P/E on keskmisest kõrgem, kuna investorid ootavad kiiret kasumi kasvu ning stabiilsemate ettevõtete P/E on aga palju madalam, sest kiiret eksponentsiaalset kasvu, näiteks kommunaalettevõtetel oodata ei ole. (Kert 2007, 167)

USA aktsiaturu ajalooliste P/E suhete keskmine on olnud aastast 1881 kuni 2021.september 17,2. Viimase 20 aasta keskmine on 25,7 ning september 2021 seisuga on see suhe suurenenud 37,8-ni. (Shiller P/E...) Lihtsustatult võib öelda, et iga ühe euro kasumi teenimiseks peaks investeerima 37,8 eurot (Siniloo 2019). Või kui investeerida S&P 500 indeksisse 1 euro, siis selle tagasi teenimiseks läheb aega 37,8 aastat (Price/Earnings...).

Üks oluline väärtussuhtarv just pankade hindamisel on P/B suhe, sest nende varasid ja kohustusi hinnatakse tihti turuväärtusele vastavalt. P/B suhtarvu võib tõlgendada kui aktsia turuhinna suhet

tema raamatupidamislikku väärtusesse. (Hänni 2008, 29) Antud suhtarvu arvutatakse järgneva valemiga (Turusuhtarvud...):

$$P/B = \frac{\text{Aksia turuhind}}{\text{Aksia bilansiline väärtus}} \quad (6)$$

kus

*P* - aktsia turuhind,

*P/B* – aktsia turuhinna ja lihtaktsia bilansilise väärtuse suhe.

*P/B* suhtarv näitab peamiselt mitu korda turuhind ületab raamatupidamisväärtust. (Hänni 2008, 29) Raamatupidamisväärtus näitab, mis on ettevõtte netoväärtus ehk omakapital. Selleks, et teada saada raamatupidamisväärtust ühe aktsia kohta, tuleb see jagada omakorda aktsiate arvuga. (Stamberg 2002) Kui *P/B* suhe on alla ühe, siis võib see tähendada nii seda, et tegemist on alahinnatud aktsiaga kui ka seda, et ettevõtte varade tootlus ei ole väga hea. Peamiselt kasutavad *P/B* suhet just väärtusinvestorid. (Hänni 2008, 29)

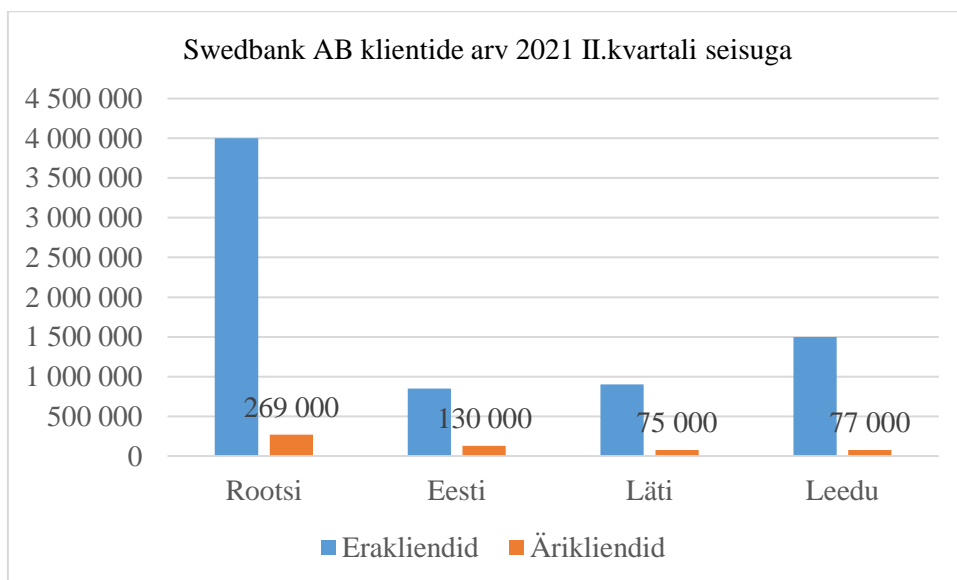
*P/B* suhtarv on institutsionaalsete investorite poolt teine kõige rohkem kasutatavam suhtarv *P/E* järel. Analüütikud on välja toonud, et *P/B* eelise *P/E* ees on näiteks see, et seda saab arvutada ka siis, kui EPS on negatiivne. Lisaks sellele on *P/B* ka usaldusväärsem suhtarv võrreldes ettevõtte kasumit aktsia kohta (EPS), kuna on volatiilsem. Samal ajal on raamatupidamislik väärtus aktsia kohta on stabiilsem, mistõttu annab parema hinnangu.

Väärtussuhtarvude analüüsiga leitakse võrdlusgrupi mediaani või keskmise järgi hinnatava ettevõtte õiglane väärtus (Kõva 2017, 15). Antud meetodi hindamise tulemused kõiguvad palju, mistõttu seda ei peeta kõige paremaks viisiks, kuidas ettevõtet hinnata (Fernandez 2002, 2). Näiteks kui madalaima suhtarvu väärtuse piiriks on 0, aga suurimale väärtusele piiri ei ole, siis võib see keskmised tulemused viia mittevõrreldavaks. Seetõttu tuleb alati vaadata skeptiliselt, millised suhtarvud valimisse võetud on. (Damodaran 2011, 64-66) Lisaks tuleks esimesena analüüsida ettevõtet teise mudeliga. Antud töös tehakse seda diskonteeritud rahavoogude mudeliga ning alles seejärel võrreldavate suhtarvude meetodiga (Fernandez 2002, 1). Suhtarvude meetodi kasutamine teises faasis annab täpsema hinnangu antud ettevõtte kohta kui võrrelda teda lisaks teiste sarnaste ettevõtetega, sest aitab tuvastada hinnatava ja võrreldava erinevuste põhjused (Kõva 2017, 15).

## 2. SWEDBANK AB

### 2.1. Swedbank AB tutvustus

Swedbank AB on rootslaste asutatud rahvusvaheline panganduskontsern, mis alustas oma tegevust aastal 1820, kui asutati Rootsi esimene hoiupank. 1991. aastal asutati Hansapank Eestis, mis laienes hiljem ka Läti ja Leetu ning hiljem osteti see Swedbanki poolt. (Swedbank Eestis..., 4). Swedbank AB on turuliider nii Balti riikides kui ka Rootsis. Neil on üle 7-miljoni erakliendi ning ligi 600 000 äriklienti. Ettevõtete toetamiseks on Swedbankil seetõttu ka filiaalid järgnevates riikides: Norra, Soome, Taani, Ameerika Ühendriigid, Hiina ja Lõuna-Aafrika (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 34; Quick...) Täpsem jaotus koduturu riikide vahel on toodud järgneval joonisel (Swedbank AB investor relations, 6).



Joonis 2. Swedbank AB klientide arv 2021 II.kvartali seisuga  
Allikas: Investor presentation Q2 2021, 6

Antud tabelis on näha, et Rootsi turuosa on kõige suurem, millele järgneb Leedu, Eesti ning siis Läti, kusjuures ärikliente on Eestis Balti riikidest kõige rohkem. Kontoreid on neljas riigis kokku 234. Laenude väljastamise liider on Rootsi, kus kogu laenude andmise maht on 86% ning Baltikumi klientidele on see kokku ligikaudu 12%. (Swedbank Q2 aruanne, 6)

Swedbank AB ettevõtte koosneb neljast erinevast ärivaldkonnast, kus peamine tulu ja kulu tekib esimesest kahest (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 32-25):

- Rootsi pangandus
- Balti pangandus
- Suured korporatsioonid ja institutsioonid LC&I (*Large Corporates & Institutions*)
- Grupifunktsioonid ja muud

Swedbank pakub peamiselt järgnevaid teenuseid (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 9):

- Laenude väljastamine
- Ettevõtete finantseerimine
- Raha hoiustamine
- Kindlustustegevus
- Igapäevapangandus

Swedbanki visioon on, et ühiskond oleks jätkusuutlik ning hoiaksid rahaasjad korras. Väärtusteks on lihtsus, avatus ja hoolivus. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 1) Tulenevalt eelnevast mainitud ütleb Swedbank, et käib ajaga kaasas, mistõttu püsib konkurents ja loob väärust (Quick...). Seetõttu käib neil enamuse osa klienditoiminguid läbi interneti ehk digitaliseerimine on innovatsiooni üks prioriteetidest. Mida aeg edasi seda enam toimub peamine suhtlus interneti vahendusel, mistõttu suurendatakse kulusid automatiseerimisele ning digitaliseerimisele, samal ajal vähendades pangaesinduste arvu. Näiteks kui aastal 2016 oli kontoreid kokku 603, siis 2020 aasta lõpuks oli neid kokku 431. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 6,245).

Samuti peavad nad tähtsaks jätkusuutlikkust, mistõttu on 2040. aasta eesmärgiks investeerida Roburi fondidega vaid süsinikuneutraalsetesse ettevõtetesse ning 2050. aasta eesmärgiks olla ise süsinikuneutraalne ettevõtte. (Swedbank AB Q2 aruanne, 10) Praegu ning tulevikus antakse aina

kõrgema protsendiga laenu nendele ettevõtetele, kes otseselt või kaudselt puutuvad kokku töötleva tööstusega. Tänu nendele tegevustele ja eesmärkidele kvalifitseerus Swedbank 2020. aastal ainsa põhjamaade pangana Dow Jonesi jätkusuutlikkuse indeksisse, mis kiidab nende pikaajalist jätkusuutlikkuse ja digitaliseerimise plaane. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 6).

Strateegilises plaanis peetakse väga ka oluliseks aktsionäre, kelle ootusi ja rahalisi vajadusi täidetakse (Quick...). Näiteks 2020. aastal Bloombergi andmetel on Swedbanki Roburi fondid ületanud keskmisi tootlusi ning kolm neist on ka Euroopa kümne parima fondi hulgas, sealhulgas ka esimene koht. Samuti on nende üheks finantseesmärgiks saavutada omakapitalitootlikkus igal aastal vähemalt 15%. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 2,15). Lisaks on oluline ka see, et nad suudaksid hoida bilansi tugevana, et igaks majandusolukorraks ja ootamatusteks valmis olla. Viimaseks on tähtis ka riskide hindamine ning juhtimine. Seetõttu on neil lai kliendibaas, mis aitab riske hajutada, tagades stabiilsemad tulemused väiksema volatiilsusega. (Quick...)

Aastal 2019 leidis aset üks oluline sündmus, mis on viimaste aastate majandustulemusi suuresti mõjutanud ning selleks oli rahapesuskandaal. Nimelt võeti klientideks kõrge riskiga mitte-residente, kes tegid rahapesukahtlusega tehinguid aastatel 2006-2012 ligi 176 miljoni dollari ulatuses. (Väikenurm 2019). Sellest tulenevalt näitas Clifford Chance'i uuring aastal 2007-2019, et Swedbanki sisekontrollis ja rahapesu vastu võitlemise tegevustes olid puudused, mille tõttu võis rahapesijatel olla võimalus panga ära kasutamiseks. 2020.aastal saadi antud skandaali tõttu rahatrahv Rootsi finantsinspeksioonilt 4 miljardit Rootsi krooni ning Eesti finantsinspeksioonilt saadi ettekirjutus. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 5) Selleks, et vältida eelnevalt mainitud olukorda, on Swedbank välja töötanud rangemad meetmed nii sisekontrollis kui ka meetmed rahapesu tõkestamisel (Ibid.).

Swedbanki dividendipoliitika määrab, et 50% puhaskasumist jaotatakse aktsionäridele. Ülejäänud kasumit kasutatakse nii ettevõtte äritegevuse kasvuks kui ka reserviks, et erinevateks ootamatusteks edukalt majandada. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 11).



## 2.2. Swedbank AB põhilised finantsnäitajad

Swedbanki suurimaks tuluallikaks on intressitulud, nagu on ka näha jooniselt number 4. Raha, mida välja laentakse saadakse nii klientidelt hoiustena kui ka kapitaliturgudelt raha kaasamisega. Seega kasum intressituludest tuleneb sellest, et laenatakse ise raha odavamalt pankasse ning laenatakse kallimalt klientidele välja. Välja antud laen on kallim ka seetõttu, et pangad alati ei saa klientidelt tervet summat tagasi, mistõttu laenu hind peabki kallim olema, et hajutada riske. Samuti tuleb aktsionäre tasustada, kes on oma kapitali pangale kasutada andnud. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 10).

Teine suurimaks tuluallikaks on vahendus- ja teenustasutulud, mis koosnevad nii varahalduse kui ka pangakaartide teenus- ja haldustasudest. Esimesena nimetatud teenustasud tulenevad investeerimisel tehtavatest tehingutest ning ka hoiustamise haldustasudest. Pangakaartide teenustasud sisaldavad samuti nii haldustasusid kui ka makseteenusest tulenevad tasusid nii eraisikute kui ka ettevõtete näol, kes pakuvad terminaliga makseteenust. (Ibid.).

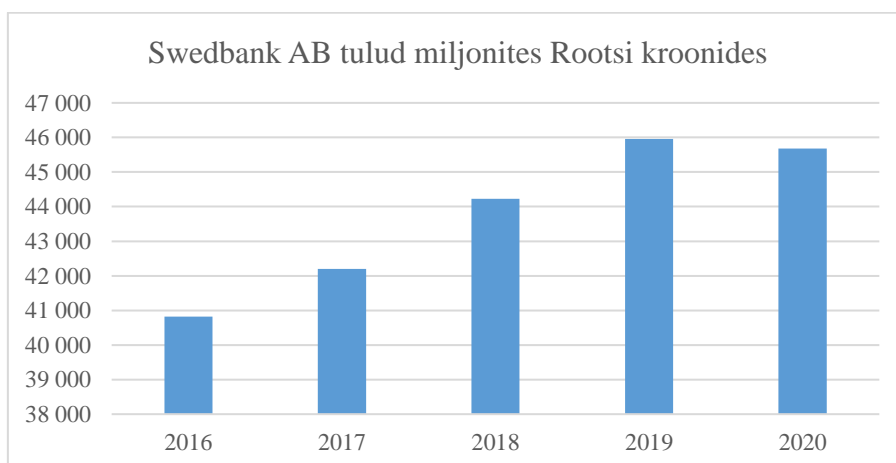
Suurimaks kuluallikaks Swedbankis on personalikulud ehk enamjaolt palgakulud. Teine suurem kuluallikas on muud administratiivsed üldhalduskulud, mille alla lähevad näiteks erinevad teenuste arenduskulud, IT-kulud ja rendipindade üürid. (Ibid.). Tabelist on näha, et 2020. aasta kasum on ligikaudu 34% väiksem kui aasta varem. Esiteks on see tingitud sellest, et Swedbank sai Rootsi finantsinspeksioonilt 4 miljardit Rootsi krooni trahvi, mis tulenes rahapesu juhtumist. Teine oluline kuluallikas on laenukahjumite suurenemine, mis on Swedbankil tavapäraselt madalam nagu oli ka aastal 2019. Suurem laenukahjum tulenes koroonapandeemiast, mistõttu majandusaasta aruande koostamise hetkel olid tuleviku ebakindluse tol hetkel suured. Seetõttu otsustati, et sellest lähtuvalt hinnatakse laenukahjumid kõrgemaks. Lisaks suurenesid kulud ka AML (*Anti Money Laundering*) valdkonnas, et ära hoida järgnevaid rahapesu juhtumeid. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 10). Kui vaadata tagasi aastale 2020 ning arvestada antud pandeemiaga, siis võib öelda, et Swedbanki tulemused olid head, sest tulud praktiliselt jäid samaväärseks ning kui kuludest mitte arvestada trahvi ning laenukahjumeid, siis jäid kulud ka enam-vähem samale tasemele.

Tabel 4. Swedbank AB 2020 ja 2019 aasta lihtsustatud kasumiaruanne

<b>Konsolideeritud kasumiaruanne</b>			
miljon SEK	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>Muutus</b>
Neto intressitulud (intressitulud-intressikulud)	26 853	25 989	3%
Neto vahendus- ja teenustasutulud	12 770	12 984	-2%
Puhastulu (-kulu) finantsinstrumentidelt	2 655	3 629	-27%
Muud tulud	3 398	3 358	1%
<b>Tulud kokku</b>	<b>45 676</b>	<b>45 960</b>	<b>-1%</b>
Personalikulud	11 873	11 119	-7%
Muud kulud	8 687	8 865	2%
Rahatrahv	4 000	-	100%
<b>Kulud kokku</b>	<b>24 560</b>	<b>19 984</b>	<b>-23%</b>
<b>Ärikasum</b>	<b>21 116</b>	<b>25 976</b>	<b>-19%</b>
Laenukahjumid	4 334	1 469	-195%
Tulumaks	3 851	4 711	18%
Varade väärtuse langused	2	87	98%
<b>Aruande aasta kasum</b>	<b>12 929</b>	<b>19 709</b>	<b>-34%</b>

Allikas: (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 11,58; autori arvutused)

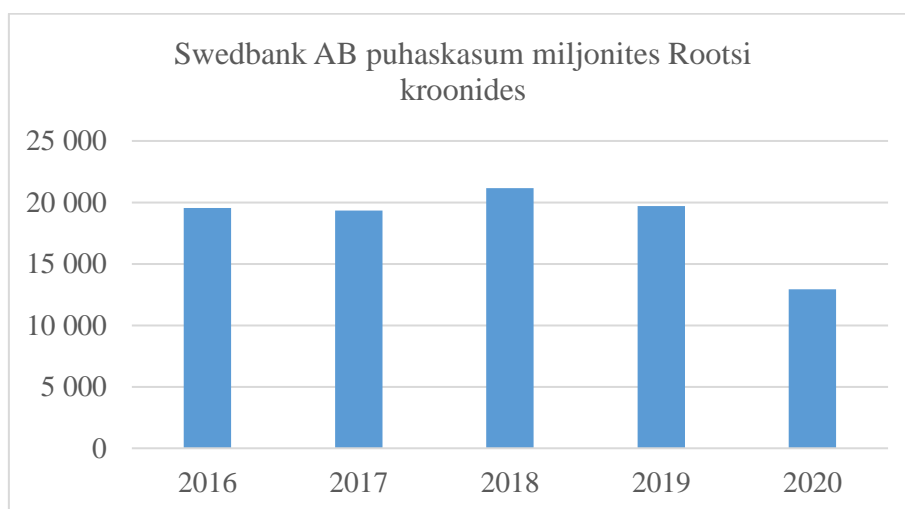
Autor analüüsis ka viimase viie aasta tulusid, mis on leitavavad jooniselt number 3. Sellelt on näha, et ettevõtte tulud on üsna stabiilsed ning pigem tõusva trendiga. Suurim tõus oli 2018 vastu 2019. aastat, kus tulude tõusuks oli 5%. Aasta 2019 oli Swedbanki ajaloo kõrgeim käive, milleks oli ligikaudu 46 miljardit Rootsi krooni. Viimane aasta jäid tulud enam-vähem samale tasemele, langes 1%, võrreldes eelneva aastaga.



### Joonis 3. Swedbank AB tulud miljonites Rootsi kroonides 2016-2020

Allikas: Autori koostatud Swedbank AB 2016-2020 konsolideeritud aastaaruannete põhjal

Samuti on näha jooniselt number 4, et puhaskasumid on stabiilsed, kuid 2020.aastal langes Swedbanki puhaskasum ligi 34%, mis on üsna suur kukkumine. Jooniselt number 3 on näha, et tulud jäid enam-vähem samale tasemele, seetõttu on kasumi langus on tingitud kuludest. Nimelt koosnevad need ühekordsetest kuludest, milleks on eelnevalt mainitud ühekordne rahatrahv 4 miljardit krooni ning laenukahjumite üles hindamine, vastavalt pea 3 miljardi krooni võrra, mis tulenes omakorda koroonapandeemiaga seotud teadmatusesest. Seega võib spekuloida, et järgmine aasta on oodata suuremat puhaskasumi kasvu, kuna eelnevalt mainitud kulused järgmine aasta oodata ei ole. Lisaks sellele on aastal 2021 majandus taastuma hakanud jõudsalt.



### Joonis 4. Swedbank AB puhaskasum miljonites Rootsi kroonides 2016-2020

Allikas: Autori koostatud Swedbank AB 2016-2020 konsolideeritud aastaaruannete põhjal

Pankade üks kõige olulisemaid kasumlikkuse suhtarvuseid on ROE ehk omakapitali tootlikkus. See näitab kui efektiivselt ettevõtte kasutab omakapitali ehk kui palju puhaskasumit sellest suudetakse teha. Kuna pankadel on miinimum kapitalinõuded, mis on aastate jooksul tõusnud, siis on seetõttu ka pankade omakapitali tootlikkus madalam kui eelmisel sajandil. (Maverick 2020). Näiteks Euroopa pankade keskmine ROE 2020.aasta seisuga on 3,94% ning Rootsi pankade keskmine on 8,9% (Return... ; Multiples...). Swedbanki üks olulistest finantseesmärkidest on iga aasta saavutada 15%-line ROE, mis ületab Rootsi pankade keskmist. Autor vaatles eelneva viie aasta ROE-sid, mis on välja toodud tabelis number 5. Kui muidu on Swedbank stabiilselt oma eesmärgi täitnud, siis on selgelt näha, et 2020. aasta ROE oli võrreldes tavalisega väga madal. Kui eelneva nelja aasta ROE oli keskmiselt 15,25%, siis languse protsent võrreldes nende keskmistega on ligi

-42%. Kui aga mitte arvestada 4 miljardi kroonist rahatrahvi, siis oleks ROE olnud 11,4%, mis siiski samuti alla nende ootuste (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 15). Pikas plaanis on ROE siiski stabiilne ning viimase aasta langus on tingitud samamoodi nagu kasumi languski ehk ühekordsest laenukahjumite üleshindamisest ja rahatrahvist.

Autor toob välja tabelis 5 lisaks ROE-le ka järgnevad olulised pankade näitajad: ROA (*return on assets*) ehk varade tootlikkus, kulude tulude suhe ning dividendid aktsia kohta. ROA näitab kui palju puhaskasumit suudab ettevõtte vara tekitada ehk kui efektiivselt vara suudetakse kasutada. Mida kõrgem antud näitaja on, seda paremini ettevõtte oma varadelt kasumit genereerib. (Hargrave 2021). Kulude tulude suhe näitab kui hästi panku juhitakse. Mida madalam antud näitaja on, seda paremini ettevõtte tegutseb. (Cost/income...)

Tabel 5. Swedbank AB finantsnäitajad

Näitaja	2020	2019	2018	2017	2016
ROE (%)	15,8	15,1	16,1	14,7	8,9
ROA (%)	0,48	0,79	0,84	0,79	0,82
Kulude/tulude suhe	0,54	0,43	0,38	0,39	0,38
Dividend aktsia kohta	2,9	4,35	14,2	13	13,20

Allikas: (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 25,245)

Tabelis number 4 on näha, et nii ROA kui ka kulude tulude suhe on 2016-2018.aastal olnud suhtelised stabiilsed, aga kui vaadata 2019.aastat, siis on toimunud väike negatiivne liikumine. Aastal 2020 on aga antud näitaja veelgi suuremal määral halvemuse poole liikunud võrreldes 2019.aastaga. ROA on langenud viimase kahe aastaga võrreldes 2018.aastaga ligi 50%, mis tähendab, et ettevõtte vara ei kasutata kasumi genereerimiseks nii hästi, kui seda tehti varasemalt. Näiteks 2018.aastal iga SEK, mis investeeriti varadesse genereeris 84 senti puhaskasumit, aga 2020.aastal on ROA 0,48 ehk varadest teeniti 48 senti puhaskasumit. See on tingitud kulude tõusust, sest ROA-d arvutatakse netotulude ja varade suhtena. (Hargrave 2021) Kui vaadata kulude/tulude suhet, siis antud tabelist on näha, et 2016-2018.aastal on näitajad madalamad, aga 2019 ja 2020 on kulud suurenenud rohkem kui tulud samal perioodil. 2019. aasta kulud suurenesid võrreldes eelnevaga rahapesu skandaali ja provisjonide suurendamise tõttu. Nimelt rahapesuskandaal tõi kaasa suurema töötajate arvu, kuna loodi uus üksus AFC (*anti-financial crime*), kus keskendutakse rahapesu tõkestamise ja muude finantskuritegude ärahoidmisele. Lisaks suurenes kulu ka antud sündmuse uurimisega seotud kulude tõttu. Kulude/tulude suhe on 2019.

aastal madalam, kui 3 Põhjamaa panga (SEB, Nordea, Handelsbanken) keskmine, milleks on 2019.aasta seisuga 0,55 ja 2020. aasta seisuga aga kõrgem, mille keskmine on 0,51. Seega 2016-2019 tegutseti keskmisest paremini ning 2020.aastal keskmisest natukene halvemini. 2020.aastal kulude/tulude suhe suurenes samuti rahapesuskandaaliga seotud kulude ja rahatrahvi tõttu. Kui 2018.aastal olid laenukahjumid kuludes 521 miljonit Rootsi krooni, siis 2019.aastal suurenes see summa pea 3 korda naftaga seotud probleemplaenude tõttu. 2020.aastal suurenesid laenukahjumid aga 4,3 miljardini, mis on ligi 8 korda suurem kui aastal 2018. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2019-2020) Seetõttu on kulude/tulude suhe 2020.aastal kõige kõrgem.

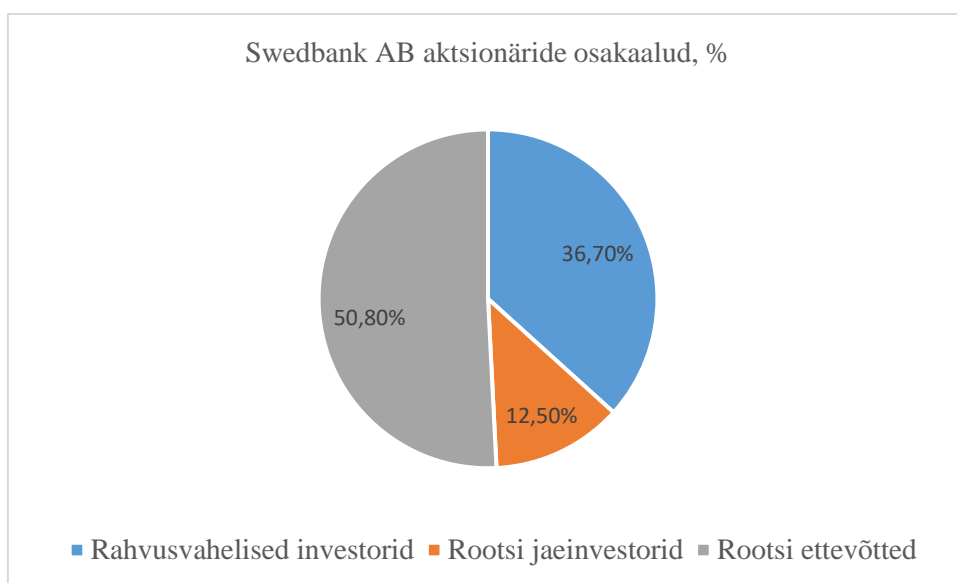
Kui vaadata dividende tabelit number 5, siis on näha, et 2016-2018 maksti suuremat dividendi aktsia kohta võrreldes 2019 ja 2020.aastaga. Selle põhjus peitub taas rahapesuskandaal ning koroonas. Nimelt nägi varasem dividendipoliitika ette, et 75% puhaskasumist makstakse dividendidena aktsionäridele. Sellist protsenti puhaskasumist maksti välja 6 aastat järjest kuni 2018.aastani, kuna Swedbanki kasumlikkus oli tol perioodil väga stabiilne. 2019.aastal juhatuse liikmed muutsid oma dividendipoliitika 50% peale selleks, et kindlustada Swedbanki tugev finantsseisund. Tulenevalt rahapesuskandaalile oli antud hetkel suurem teadmatust tuleviku ees, eriti kapitaliregulatsioonide ning AML valdkonna regulatsioonide osas, mistõttu oli vaja suuremat rahapuhvrit. Seetõttu sooviti maksta 2019.aasta kohta dividendi 8,8 SEK-i aktsia kohta. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2018, 24). Kuna 2020.aastal sai alguse koroonapandeemia ning sellega seoses tekkis teadmatust veelgi rohkem, siis esilagu lükati 2019.majandusaasta dividendi otsus edasi nii esimene, teine kui ka kolmas kvartal. 2020 viimases kvartaliaruandes selgus, et Rootsi finantsinspeksiooni soovitusel makstakse 25% puhaskasumist dividendi nii 2019 kui ka 2020.majandusaasta eest. Seetõttu olid dividendid vastavalt 4,35 ja 2,9 SEK-i. Rootsi finantsinspeksiooni dividendi maksmise piirang kestis kuni 30.septembrini 2021. (Swedbank AB Q4 aruanne 2020) Autori lõputöö kirjutamise ajal oktoober 2021 andis Swedbank teada, et Rootsi finantsinspeksiooni piirang sai läbi, mistõttu soovib maksta lisadividendi nii 2019 kui ka 2020 majandusaasta eest 7,3 krooni. See oleks kooskõlas Swedbanki dividendipoliitikaga, kus makstakse dividende 50% puhaskasumist. (Investor Toomas 2021).

Kokkuvõttes võib öelda, et tuginedes nii kasumi, tulude, ROE kui ka teistele näitajatele saab öelda, et Swedbank on stabiilne ning küpses faasis olev finantsettevõtte, kuna näitajad on enamasti stabiilsed. 2020. ja 2019. aasta erinevused näitajates on tingitud ootamatutest sündmustest, mis autori arvamuse kohaselt mõjutavad peamiselt suuremal määral vaid neid kahte aastat, mitte järgmiseid. Stabiilsust saab kinnitada ka selle faktiga, et Swedbanki dividendipoliitika raames

maksti enne rahapesuskandaali ning koroonapandeemiat 75% puhaskasumist dividende. Antud momendil on poliitika 50%, mis on aga tingitud kahe aasta ootamatutest sündmustest. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2019, 24).

### 2.3. Swedbank AB aktsia ülevaade

Swedbank AB aktsionäre on kokku 358 422, kellest pooled on Rootsi ettevõtted, ligi kolmandik on rahvusvahelised investorid ning veidi alla veerandi on Rootsi jaeinvestorid (vt joonis 5).



Joonis 5. Swedbank AB aktsionäride osakaalud, %  
Allikas: (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 25)

Tabelis number 6 on välja toodud 10 suurimat Swedbank AB aktsionäri. Suurim aktsionär on ligi 11%-ga Sparbanksgruppen, kelleks on Soome pank. Aktsionäride seas leidub ka näiteks maailma suurim investeerimispank BlackRock ning ka üks maailma kuulsaim varahaldusettevõtte Vanguard. Lisaks leidub aktsionäride seas ka mitmeid pensionifonde.

Tabel 6. Swedbank AB suurimad aktsionärid 31.12.2020

Suurimad aktsionärid 31.12.2020	2020
Sparbanksgruppen	11,04%
Folksam	7,03%
Norges Bank	4,96%
AMF Pension & Funds	4,64%

Alecta Pension Insurance	4,56%
Swedbank Robur Funds	4,05%
BlackRock	3,64%
Sparbanksstiftelser - Ej Soarbanksgruppen	3,50%
Vanguard	2,65%
SEB Funds	1,94%
Investoreid kokku	<b>358 422</b>

Allikas: (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 24)

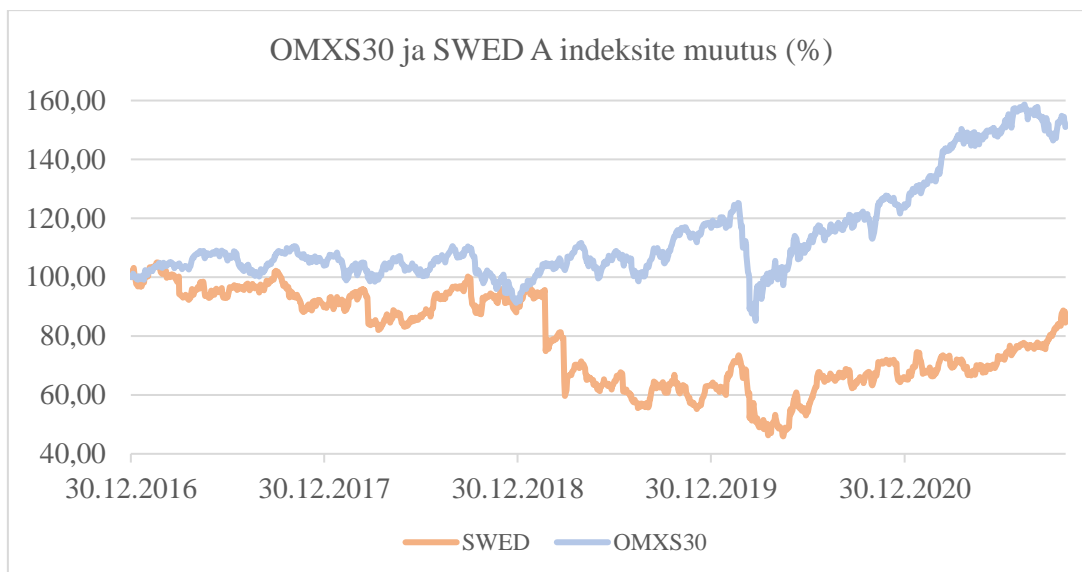
Swedbank AB on noteeritud Nasdaq Stockholmi börsil ning neil on ka ADR (*American Depositary Receipt*) programm, mis võimaldab välismaalastel deponooriumi kaudu investeerida Rootsi ettevõttesse Ameerika OTC börsil, mistõttu ei pea eraldi registreerima end Eurocleari või vahetama valuuta Rootsi kroonidesse. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 24) ADR on Ameerika panga poolt välja antud sertifikaat, kus on märgitud aktsiad, mis on teises valuutas kui dollar (Hayes 2021). Swedbanki aktsiad on ainult ühte liiki, milleks on A klassi lihtaktsiad. Swedbank AB-d puudutav väärtpaberi informatsioon on lisatud tabelisse number 7. (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020, 24)

Tabel 7. Swedbank AB väärtpaberi informatsioon

ISIN	SE0000242455
Väärtpaberi lühinimi	SWED A
Nimekiri	Nasdaq Stockholm
Emitent	Swedbank AB
Väärtpaberite arv	1 132 005 722
Keskmine päevane kauplemisskäive 2020, SEK	632 000 000
Turuväärtus, SEK 30.12.2020	161 000 000 000

Allikas: (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020)

Joonisel number 6 on välja toodud OMXS Stockholmi indeksi muutus võrreldes Swedbanki enda aktsia muutusega.



Joonis 6. OMXS30 ja SWED A indeksite muutus perioodil 30.12.2016-29.10.2021  
Allikas: Autori koostatud andmete põhjal

Sellelt on näha, et üle 5 aasta vältel on Stockholmi 30 suuremat ettevõtet koondav indeks esinenud paremini. Kui vaadata Swedbanki aktsiat, siis on näha, et pea 6 aasta jooksul on olnud 2 suuremat kukkumist. Esimene toimus 2019.aasta veebruaris, mis oli tingitud rahapesu skandaali avalikuks saamisest ning teine suurem langus oli aasta pärast 2020. aasta veebruaris, mille põhjustas ülemaailmne koroonapandeemia. Antud jooniselt on näha, et OMXS30 indeks langes samuti 2020.aasta veebruaris, sest koroonapandeemia oli sündmus, mis mõjutas tervet turgu, aga 2019. aasta veebruaris langes ainult Swedbanki aktsia, sest antud sündmus oli ettevõtte spetsiifiline. Üldpildis on selgelt näha, et OMXS30 on terve aja vältel suutnud teha paremaid tulemusi kui SWED A.



### **3. SWEDBANK AB ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE**

#### **3.1. Swedbank AB õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil**

Nagu eelnevalt töös ka mainitud, siis finantssektori ettevõtete õiglast väärtust on keeruline hinnata, kuna võimatu on määrata, mis on ettevõtte käibekapitali muutus, investeeringud põhivarasse ning võlg. Lisaks sellele on finantsinstitutsioonid mitmete regulatsioonide all. See määrab selle, kuidas on ettevõtted kapitaliseeritud ehk kui palju kapitali peab firma opereerimiseks kõrvale panema. Samuti on neil piirangud sellele, kuhu nad investeerida ja palju kasvada võivad. Seega igasugused muudatused, mis toimuvad regulatsioonides, muudavad koheselt ka ettevõtte väärtust. (Damodaran 2009, 1-5)

##### **3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine**

Antud töös kasutatakse Swedbank AB õiglase väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude mudelina FCFE mudelit, kus vabadeks rahavoogudeks on dividendid. Tavapärase prognoosiperioodi diskonteeritud rahavoogude analüüsis on 5 aastat, mistõttu prognoosib autor rahavoogusid aastani 2025, kus baasaastaks on 2020. Lisaks arvutab autor pärast prognoosiperioodi antud aastal ka terminaalkväärtuse, mis eeldab, et rahavood kasvavad stabiilselt edasi.

Kõikidel krediitiasutustel on seadusandja poolt nõue, kui palju kapitali peab olema määratud omavahenditeks, võttes arvesse ka riske (Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020). See on vajalik, kuna pangad laenavad suure osa rahast klientidelt oma äritegevuseks, mistõttu peavad nad tagama selle, et kliendid saavad ka oma raha tagasi. Seetõttu peavad analüütikud lisaks muudele aspektidele hindama ka kapitali adekvaatsust, kuna seda mitte tehes, võib juhtuda nii, et riskantsemate pankade suhtarvud on madalamad ning seega võivad tunduda investorile soodsa investeeringuna. (Damodaran 2009, 5-13)

Swedbanki kapitaliadekvaatsus koosneb nii esimese kui ka teise taseme omavahenditest. Esimese taseme omavahendid ehk kõrgema kvaliteediga omavahendid on olulised analüüsi tegemisel seetõttu, kuna need on tegevuse jätkuvuse kapitaliks. Ehk kui pank tabab kriisi, siis Tier 1

kapitalist piisab, et jätkata oma tegevust ning püsida maksevõimelisena. Teise taseme omavahendite väärtust antud lõputöö raames ei kasutata, küll aga see on oluline, sest kui pank siiski läheb pankrotti, siis on tal teise taseme omavahendite olemasolul võimalik maksta raha tagasi nii hoiustajatele kui ka eelisvõlausaldajatele. (Kapitalinõuded pangandussektorile 2021)

Kuna panga õiglase väärtuse leidmisel lähtutakse kapitaliadekvaatsuse normist, siis esimesena tuleb leida panga riskivarad ehk riskiga kaalutud varad, mille järgi kapitaliadekvaatsus arvutatakse. Ehk mida vähem riskantsem on vara, seda vähem peab pank kapitali kõrvale panema. Seega riskivarade puhul peab pank panema kõrvale rohkem kapitali selleks, et kriisiolukorras jääda maksevõimeliseks. Ehk panga kapitaliadekvaatsus sõltub panga varaga seotud riskist (Kapitalinõuded pangandussektorile 2021)

2020.majandusaasta aruande põhjal oli Swedbanki riskivaredeks 689 593 000 000 miljardit SEK. Selleks, et prognoosida riskivarede kasvumäära järgmiseks viieks aastaks, leidis autor eelneva kahe aasta riskivarede keskmise kasvu, milleks oli 4%. Antud prognoos on välja toodud allpool olevas tabelis 8. Autor kasutas just viimast kahte aastat, kuna 2017 vastu 2018 suurenesid riskivarad ligi 56%, kuna alates 2018.aastast nõuab Rootsi finantsinspeksioon, et hüpoteeklaenude kapitalinõude risk oleks esimese taseme omavahendites ehk Pillar 1-s sisse arvestatud, mida varasematel aastatel seal ei sisaldunud, mistõttu autor varasemaid kasvumäärasid arvesse ei võtnud.

Tabel 8. Swedbank AB riskivarad aastateks 2020-2025 (miljonites SEKides)

	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Riskivarad	689 593	717 163	745 835	775 654	806 665	838 915
Riskivarede kasvumäär (%)	4,00%					

Allikas: Autori arvutused

Järgmisena leidis autor kohustuslikud kapitalinõuded, mis on välja toodud tabelis 9. Swedbanki kohustuslik esimese taseme omavahendite osakaal ehk Tier 1 oli 2020.aastal 12,4% ning 2021.aasta kvartaliaruannete järgi on kohustuslik osakaal 13,7%, millest autor ka lähtub kapitalinõude prognoosimise puhul pikaajaliselt. Kuigi tavapäraselt on pankade Tier 1 kapitaliadevkaatsus kõrgem kui neilt nõutakse, siis pikemas perspektiivis pangad pöörduvad oma

pikaajalise nõude tasemele, sest majanduslikult pole mõistlik seda liiga palju ettevõttel puhvrina hoida ning seetõttu varem või hiljem hakkavad seda ka dividendidena välja maksma.

Tabel 9. Swedbank AB kapitalinõue aastateks 2020-2025 (miljonites SEKides)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Riskivarad	689 593	717 163	745 835	775 654	806 665	838 915
Kapitalinõue	94 474	98 251	102 179	106 265	110 513	114 931
Kapitali adekvaatsus (%)	13,7%					

Allikas: Autori arvutused

Järgmisena prognoosis autor puhaskasumid, mis on välja toodud tabelis 10. Puhaskasumit on vaja leida selleks, et omakorda leida igale aastale vastav omakapital, sest see kasvab iga eelneva aasta puhaskasumi võrra ning seejärel väheneb väljamakstava kapitali ehk maksimaalsete võimalike dividendide võrra.

Tabel 10. Swedbank AB puhaskasum aastateks 2020-2025 (miljonites SEKides)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Puhaskasum	12 929	20 500	20 808	21 120	21 436	21 758
Kasvumäär (%)	58,56%	1,50%				

Allikas: Autori arvutused

2021. aasta puhaskasum on autor leidnud vastavalt Swedbanki 1-3.kvartali aruannetele, mille järgi on esimese kolme kvartali puhaskasumid kokku 16 036 000 000 miljardit Rootsi krooni. Sellele liitis autor juurde veel 4 500 000 000 miljardit, kuna arvutas viimase 4 aasta 4.kvartali puhaskasumid, mille keskmine oli 4 566 000 000. Autor usub, et tegemist on suhteliselt kindla ning pigem isegi konservatiivse summaga, mille ta 2021.aasta kasumile juurde liitis, sest antud hetkel majanduses pangad teevad väga häid tulemusi. 2022-2025 puhaskasumi kasvumääraks leidis autor 1,5% ning see tugineb sellele, et Swedbank on suhtelised stabiilsete tulemustega ettevõtte (erandina 2020.aasta), mistõttu suurt kasvu neilt oodata ei ole. Tuginedes 2015-2020.majandusaasta aruannetele, siis viimase viie aasta auditeeritud aruannete põhjal on keskmine puhaskasumi kasv olnud -1,7%, kus sisaldub ka 2020.aasta ootamatult madal puhaskasum. Autor eeldab, et stabiilsed ettevõtted kasvavad enam-vähem sama palju kui majandus, mistõttu leidis ta Rootsi viimase 15-aasta keskmise majanduskasvu tuginedes Maailmapanga andmetele, milleks oli

1,67%. (GDP growth...) Seega olles natukene konservatiivsem kasutab autor puhaskasumi kasvumäärana 1,5%.

Järgmisena leidis autor majandusaasta aruandest 2020. aasta seisuga omakapitali, mida tuleb iga järgneva prognoositava aasta jooksul suurendada sama aasta puhaskasumi võrra ning vähendada eelneva aasta kapitali ülejäägi ehk maksimaalsete väljamakstavate dividendide võrra. Järgmisena tuleb arvutada kapitali ülejääk, mis leitakse kui sama aasta omakapitalist lahutada sama aasta kapitali ülejääk. Seega iga aasta kapitali ülejääk on antud töös vabad rahavood ehk maksimaalsed võimalikud väljamakstavad dividendid, mis on välja toodud tabelis 11.

Tabel 11. Swedbank AB kapitali ülejääk aastatel 2021-2025 (miljonites SEKides)

	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Puhaskasum	20 500	20 808	21 120	21 436	21 758
Omakapital	114 974	119 059	123 299	127 701	132 271
Kapitalinõue	98 251	102 179	106 265	110 513	114 931
Kapitali ülejääk	16 723	16 879	17 034	17 188	17 340

Allikas: Autori arvutused

Viimasena leidis autor kapitali ülejäägist prognoositud maksimaalse võimaliku dividendi aktsia kohta tabelis number 12 jagades kapitaliülejäägi aktsiate arvuga, milleks oli 1 132 005 722. Kuna 2021 aasta dividendid on autori kirjutamise ajahetkel lõplikult teada, siis 2021.aastal on tegemist reaalse dividendiga. Maksimaalne dividend kapitali ülejäägi korral oleks see olnud aga 14,77. Seega liitis autor potentsiaalse ja tegeliku dividendi vahe ehk 4,57 SEK-i juurde 2022.aasta võimalikule dividendile, sest kapitali ülejääk suureneb 2022 aastal selle võrra enam, mida tegelikkuses välja ei makstud. Kapitali ülejääk on tabelis miljonites SEKides, aga dividend on antud numbriline väärtus, mis tabelis kirjas on.

Tabel 12. Swedbank AB maksimaalsed võimalikud dividendid aktsia kohta aastatel 2021-2025 (miljonites SEKides)

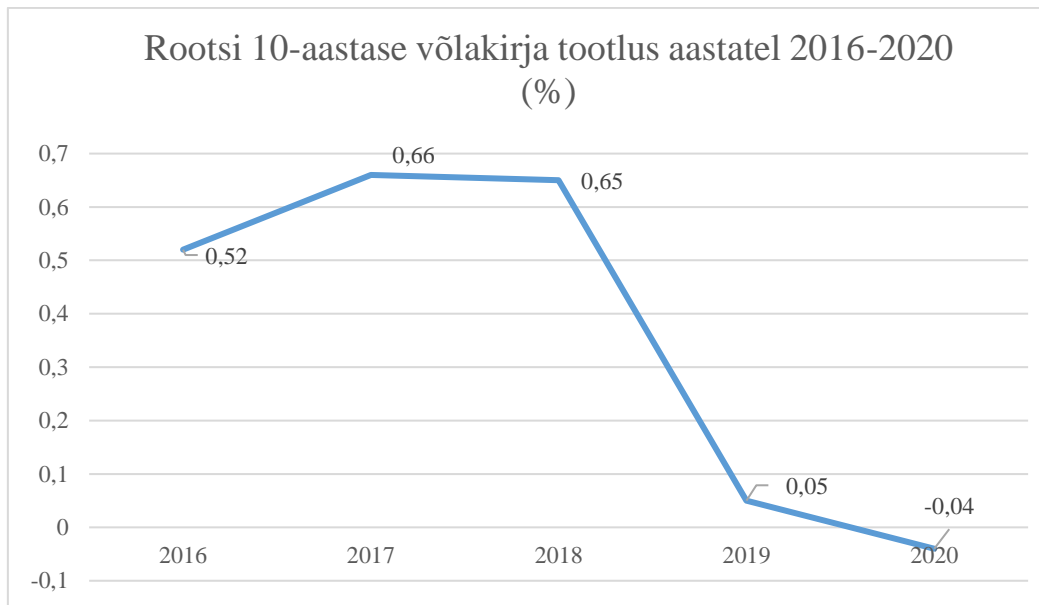
	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Kapitali ülejääk	16 723	16 879	17 034	17 188	17 340
Maksimaalne võimalik dividend aktsia kohta	10,2	19,48	15,05	15,18	15,32

Allikas: Autori arvutused

### 3.1.2. Omakapitali hinna ja terminaalkväärtuse leidmine

Swedbanki omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse CAPM mudelit. See sõltub riskivabast tulumäärast, turu riskipreemiast ning beetakordajast, mis näitab ettevõtte riskimäära.

Riskivaba tulumäärana kasutatakse Rootsi 10-aastase võlakirja keskmist tootlust, mis on võetud OECD andmebaasist ning välja toodud joonisel 7. Antud töös kasutatakse viimase 5 aasta keskmist tootlust, mis teeb riskivabaks tulumääraks 0,368%.



Joonis 7. Rootsi 10-aastase võlakirja keskmised tootlused aastatel 2016-2020 (%)  
Allikas: (OECD 2021)

Järgmisena leidis autor turu riskipreemia, kus kasutati Damodarani andmebaasi turu riskipreemiaid, mida on Damodaran viimati uuendanud 5.jaanuar 2021. Kuna Swedbanki peamised tulud tulevad Rootsi, Läti, Leedu ning Eesti riikidest, siis autor otsustas sellest lähtuda ka turu riskipreemia leidmisel. Seega leidis autor Swedbanki turu riskipreemia vastavalt riikide tulude protsendilise jaotuse järgi nende kaalutud keskmise. (vt tabel 13)

Tabel 13. Swedbank AB kaalutud keskmine turu riskipreemia

Riik	Turu riskipreemia	Tulud	Tulude osakaal
Eesti	5,40%	4 238	9,52%
Läti	5,88%	2 022	4,54%

Leedu	5,88%	2 841	6,38%
Rootsi	4,72%	35 432	79,56%
Tulud kokku	44 533		
<b>Kaalutud keskmine turu riskipremia</b>	<b>4,91%</b>		

Allikas: Autori arvutused

Beetakordaja leidmisel kasutas autor sektoripõhist lähenemist, mis võeti Damodarani Euroopa regionaalpankade beetade andmebaasist. 2021.aasta 5.jaanuari seisuga oli antud näitaja 1,33. Alljärgnevas tabelis on välja toodud vastavad näitajad omakapitali hinna leidmiseks ning ka selle tulemus, milleks saadi 6,90%. (vt tabel 14)

Tabel 14. Swedbank AB omakapitali hind ja selle leidmiseks vajaminevad näitajad

Näitaja	Väärtus
Riskivaba tulumäär (%)	0,368
Turu riskipremia (%)	4,91
Beeta	1,33
<b>Omakapitali hind (%)</b>	<b>6,90</b>

Allikas: Autori arvutused

Terminaalväärtust arvutatakse valemi number 2 abil, mille sisenditeks on viimase prognoosiperioodi ehk 2025.aasta rahavoog, milleks oli 268,34 SEK-i aktsia kohta ning pikaajaline majanduse kasvumäär. Autor arvutas viimase 15 aasta Rootsi majanduskasvu kasvumäärad Maailmapanga andmete põhjal, mille keskmine tuli 1,67%. IMF veebilehel on välja toodud, et 2026.aasta kasvuks prognoositakse 2%. Damodaran aga soovib kasutada hoopis terminaalkasvumäära riigi riskivaba tulumäära, mis antud juhul oleks 0,368%. Autori hinnangul on see, aga liiga madal kasvumäär. Autor leiab, et ideaalne variant peaks jääma viimase 15.aasta arvutuse keskmise, 2026.aastaks prognoositava majanduskasvu ja Damodarani soovitus vahale. Seega pikaajaline kasvumäär antud töös terminaalkasvumäära leidmisel on 1,25%. Seega eelnevate andmete põhjal sai autor terminaalkasvumääraks 309 538 000 000 miljardit SEK-i, mis aktsiate arvu jagamise tulemusena on 273,44 SEK-i aktsia kohta.

### 3.1.3. Swedbank AB õiglase väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs

Selleks, et leida ettevõtte õiglast väärtust tuleb leida tema tulevikus oodatavad rahavood ehk antud töös dividendid aktsia kohta. Seejärel leida ka terminaalkasvumäära dividend aktsia kohta ning

viimasena diskonteerida nii rahavood kui ka terminaalkväärtus tänasesse päeva, mille väärtused tuleb omavahel liita. (vt tabel 15)

Diskonteeritud rahavoogude tulemusena sai autor Swedbank AB aktsia õiglaseks väärtuseks 256,82 Rootsi krooni. 29.10.2021 seisuga oli aktsia turuhind 186,24, mis tähendab, et antud analüüsi tulemusena on aktsia ligikaudu 38% turul alahinnatud ning võrreldes turuhinnaga on tegelik õiglase väärtuse 38% kõrgem.

Tabel 15. Swedbank AB õiglase väärtuse analüüsi tulemus (SEKides)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminaalkväärtus
Tuleviku rahavood	10,2	19,48	15,05	15,18	15,32	273,44
Nüüdiseväärtuse intressitegur		0,8751	0,8186	0,7657	0,7163	0,7163
Diskonteeritud rahavood	10,2	17,05	12,32	11,63	10,97	195,87
<b>Aktsia õiglase väärtus</b>	<b>258,04</b>					

Allikas: Autori arvutused

Kuna antud analüüsi tulemust võivad mõned sisendid olulisemal määral muuta rohkem kui teised, siis viis autor läbi kaks sensitiivsusanalüüsi, kus kasutas sisenditena pikaajalist kasvumäära, omakapitali hinda ning puhaskasumi kasvumäära aastatel 2022-2025. Sensitiivsusanalüüs näitab, kuidas aktsia õiglase hind sõltub pikaajalise kasvumäära, omakapitali hinna ja puhaskasumi kasvumäära muudatustest, kui kõik teised näitajad jäävad samaks.

Esimese sensitiivsusanalüüsi baasstsenaariumi keskmiseks väärtuseks on omakapitali hind 6,90% ning kasvumäär 1,25%. Teises analüüsis on sisenditeks puhaskasumi kasv aastateks 2022-2025 ning omakapitali hind. Baasstsenaariumiks on puhaskasumi kasvu puhul 1,5% ning omakapitali hinna puhul samuti 6,90%. Mõlemas analüüsis sisendid suurenevad ning vähenevad ühe protsendipunktiga alustades baasstsenaariumist ehk keskmisest väärtusest.

Tabel 16. Swedbank AB aktsia hinna tundlikkus diskontomäära ehk omakapitali hinna ning pikaajalise kasvumäära suhtes, SEKides

Diskontomäär	Kasvumäär							
	<b>258,04</b>	<b>-1,75%</b>	<b>-0,75%</b>	<b>0,25%</b>	<b>1,25%</b>	<b>2,25%</b>	<b>3,25%</b>	<b>4,25%</b>
<b>3,90%</b>	293,18	341,75	416,93	548,85	840,67	2 030,40	-3 578,34	
<b>4,90%</b>	248,44	280,82	327,11	398,78	524,53	802,70	1 936,80	
<b>5,90%</b>	215,44	238,24	269,12	313,27	381,61	501,54	766,82	
<b>6,90%</b>	190,11	206,83	228,59	<b>258,04</b>	300,17	365,38	479,79	
<b>7,90%</b>	170,06	182,71	198,68	219,44	247,56	287,76	350,00	
<b>8,90%</b>	153,79	163,61	175,70	190,94	210,77	237,62	276,01	
<b>9,90%</b>	140,35	148,12	157,49	169,04	183,60	202,54	228,19	

Allikas: Autori arvutused

Esimeses sensitiivsusanalüüsis on näha, et kõige kõrgemaks hinnaks on 2 030,4 SEKi ning kõige madalam on -3 578,34.(vt tabel 16) Madalaim väärtus tegelikkuses ei kvalifitseeru õige väärtusena, sest diskontomäär ei saa olla madalam kui on pikaajaline kasvumäär, mistõttu antud sensitiivsusanalüüsis selline anomaalia ka tekib. Seega tegelikult on kõige madalam väärtus hoopis 140,35. See tähendab, et suurim väärtus on õiglasest hinnast ligi 690% kõrgem ning madalaim väärtus on õiglasest hinnast ligi 46% madalam. Kõikide väärtuste keskmisena on aktsia hind aga 375 SEKi, mitte arvestades anomaalia hinda ehk - 3 578,54. Seega antud analüüsi keskmine tulemus on õiglasest väärtusest ligi 45% kõrgem. Kui vaadata aktsia hinda nii, et kasvumäär jääb samaks ehk 1,25%, siis aktsia hind varieerub 169,04 SEKist kuni 548,85 SEKini ehk tõuseb ligi 225%. Kui aga diskontomäär jääb samaks ehk 6,9%, siis aktsia hind algab 190,11 SEKist ning lõpeb 479,79 SEKiga ehk hind tõuseb 152%. Seega on näha, et aktsia hind on rohkem sensitiivsem diskontomäära muutuse suhtes. Seega antud analüüsis on selgelt näha, et mida suurem on diskontomäär, seda madalam on aktsia hind ning mida suurem on kasvumäär, seda suurem on aktsia hind.

Teises sensitiivsusanalüüsis on sisenditeks puhaskasumi kasv aastateks 2022 kuni 2025 ning diskontomäär. Autor eeldas varasemalt, et prognoosib stabiilsele ettevõttele nagu seda on Swedbank puhaskasumi kasvu keskmiselt 1,5%, mis on tema arvates isegi optimistlik kasvumäär, sest tuginedes Swedbanki viimase 5 majandusaasta auditeeritud andmetele, siis keskmine puhaskasumi kasv oli -1,7%, kuhu sisse jäi ka 2020.aasta nõrk tulemus. Kui aga 2020.aasta tulemust mitte sisse arvestada, siis viimase 4 aasta puhaskasumi kasv oli 6,4%, mil suurim kasv ehk ligi 24% tuli aastat 2016 vastu 2017. Autori hinnangul selline puhaskasumi kasv ei saa olla



enam reaalne, sest tegemist on siiski stabiilse ettevõttega juba, kelle peamine eesmärk on pigem hoida oma turuosa, et püsida konkurents. Seetõttu kasvumäära suurimaks väärtuseks analüüsis on 4,5%, mis on samuti pigem väga optimistlik prognoos. Keskmise kasvu prognoosimise käigus ei arvestata suurt puhaskasumi kasvu, mis juhtub 2021.aastal.

Tabel 17. Swedbank AB aktsia hinna tundlikkus 2022-2025 puhaskasumi keskmise kasvumäära ja diskontomäära ehk omakapitalihinna suhtes, SEKides

Diskontomäär	Kasvumäär							
	<b>258,04</b>	<b>-1,50%</b>	<b>-0,50%</b>	<b>0,50%</b>	<b>1,50%</b>	<b>2,50%</b>	<b>3,50%</b>	<b>4,50%</b>
	<b>3,90%</b>	459,48	488,12	517,90	548,85	581,01	614,42	649,12
	<b>4,90%</b>	335,67	355,90	376,93	398,78	421,47	445,04	469,51
	<b>5,90%</b>	265,06	280,52	296,58	313,27	330,59	348,58	367,24
	<b>6,90%</b>	219,42	231,81	244,68	<b>258,04</b>	271,92	286,31	301,24
	<b>7,90%</b>	187,48	197,74	208,39	219,44	230,91	242,81	255,15
	<b>8,90%</b>	163,87	172,56	181,58	190,94	200,65	210,71	221,15
	<b>9,90%</b>	145,70	153,20	160,97	169,04	177,40	186,07	195,05

Allikas: Autori arvutused

Teise sensitiivsusanalüüsi põhjal ehk tabeli number 17 on näha, et puhaskasumi kasvumäär on tundlik, kuid võrreldes pikaajalise kasvu ning diskontovääruga, siiski väga vähe tundlik. Antud analüüsi põhjal on näha, et madalaim väärtus on 145,7 ning kõrgeim on 649,12 SEK-i ning keskmine ligi 301 SEK-i. Kui sisenditena muutub ainult kasvumäär ning omakapitali hind on 6,9%, siis selle madalaim väärtus on 219,41 ning kõrgeim on 301,24 SEK-i. Ehk hinna suurenemise muut on ligi 37%. Samal ajal kui kasvumäär on püsivalt 1,5%, siis omakapitalihinna muutudes on hinnatasemed ja muut täpsemalt sama nagu eelnevas analüüsis ehk muut on ligi 225%.

Kahes sensitiivsusanalüüsis on selgelt näha, et diskontomäära, pikaajalise kasvumäära ning puhaskasumi kasvumäära muutused on tundlikud aktsia hinna suhtes. Kõige tundlikum on omakapitalihinna muutus, seejärel pikaajalise kasvumäära muutus ning kõige vähem mõjutab hinda võrreldes eelnevatega puhaskasumi kasvumäära muutus aastatel 2022-2025. Seega võib öelda, et puhaskasumi kasvu määr aastatel 2022-2025 ei ole analüüsis võtmetähtsuga sisend, vaid nendeks on omakapitali hind ning pikaajaline kasvumäär.

Swedbanki õiglase väärtuse hind on baasstsenaariumi põhjal 258,04 SEK-i, kuid siiski ei pruugi see olla 100% tõde, mistõttu antud analüüsid aitavad leida vastavalt sisendite väärtustele aktsia

õiglase väärtuse. Kahe sensitiivsusanalüüsi tulemusena on näha, et suuremaid väärtuseid on tabelis rohkem kui madalamaid, sest keskmised hinnad on kordades suuremad kui börsihind. Seega sensitiivsusanalüüside põhjal on tõenäosus suurem, et aktsia on börsil alahinnatud, olles väärt 29.10.2021 186,24 SEK-i.

### 3.2. Swedbank AB väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Nagu eelnevalt antud töös ka mainitud, siis on suhtarvude meetodil ettevõtete hindamine kõige populaarsem meetod, mida analüütikud kasutavad. Selleks, et antud meetod adekvaatseid tulemusi annaks, siis tuleb seda kindlasti teha omavahel sarnaste ettevõtete põhjal. Käesolevas töös hinnatakse Swedbank AB ettevõtet, mistõttu võrreldakse teda teiste pangandussektoris olevate ettevõtetega. Autor võrdles Swedbanki viie suurima Põhjamaade pankadega, milleks olid SEB, Nordea, Handelsbanken, DNB ning Danske pank. Autor võrdles antud ettevõtteid järgnevate suhtarvude põhjal: P/E, P/B, PEG, ROE ning dividenditootlus.

Autor kasutas suhtarvude leidmiseks 29.10.2021 seisuga aktsiate hindasid, kus Swedbanki aktsiahind oli antud päeval 186,24. Suhtarvude P/E, ROE ning dividenditootluse arvutas autor viimase 12 kuu majandusaasta aruannete ehk 2020. aasta IV kvartali aruanne ning 2021. aasta 1-3. kvartali aruannete järgi. Lisaks kasutas autor Yahoo Finance veebilehe andmeid. P/B suhtarvu võttis autor Yahoo Finance veebilehelt viimase kvartali ehk 2021 3. kvartali andmete seisuga. Pangandussektori keskmised suhtarvud on Euroopa pankade keskmised, mis on võetud Damodarani veebilehelt 2021. aasta 5. jaanuari seisuga.

Tabel 18. Võrreldavate ettevõtete suhtarvud seisuga 29.10.2021

Panga nimi	P/E	P/B	Dividenditootlus	ROE
SEB	12,02	1,54	6,11%	13,63%
Nordea	12,72	1,22	7,47%	10,23%
Handelsbanken	10,43	1,09	4,17%	10,68%
DNB	17,61	1,39	8,67%	8,20%
Danske	10,03	0,57	1,84%	5,62%
Võrreldavate ettevõtete keskmine	12,56	1,16	5,65%	9,67%
Pangandussektori keskmine	10,02	0,65	2,94%	3,94%
Swedbank	10,61	1,33	5,48%	13,40%

Allikas: Autori arvutused majandusaasta aruannete ja Yahoo Finance põhjal

Tabelis 18 on välja toodud suhtarvude võrdlus nii pangandussektori keskmise kui ka võrreldavate ettevõtete keskmise alusel. Kuna Euroopa pangandussektori keskmised väärtused on Swedbanki suhtarvudest suuremal määral erinevad kui võrreldavate ettevõtete keskmised suhtarvud, siis kasutab autor õiglase väärtuse leidmisel võrreldavate ettevõtete keskmisi, et tulemus oleks adekvaatsem.

Tabelis 19 on välja toodud võrreldavate ettevõtete keskmised suhtarvud, kus neid on võrreldud Swedbanki aktsia omadega. Selles on tabelis on ka näha õiglase väärtuse hinnad suhtarvudega võrreldes ning ka Swedbanki lõplik väärtust. Õiglase väärtuse hindamisel kasutas autor P/E ja P/B suhet, kuna ROE-d ja dividenditootlust antud meetodis ei kasutada. Samas on ROE ja dividenditootlus pankadel olulised näitajad, mistõttu on neid autori arvates mõistlik lahti mõtestada.

Kui võrrelda Swedbanki ROE-d ettevõtete keskmisega, siis on tabelist näha, et Swedbanki omakapitalitootlikkus on ligi 4% parem. See tähendab seda, et iga euro, mis investeeritakse Swedbanki omakapitali teenib 13,4 senti puhaskasumit. SEB omakapitalitootlikkus on 0,23% ainukesena Swedbanki omast kõrgem, aga samas on SEB P/E ja P/B suhted jällegi investorile mitte nii atraktiivsed kui Swedbanki suhtarvud. Swedbanki dividenditootlus jääb üsna keskmise ligidale, olles 0,17% väiksem kui ettevõtete keskmine. See aga tuleneb rahapesuskandaalist, kus kunagi maksti dividende 75% puhaskasumist, kuid nüüd on see 50%. Autori arvates võib spekuloida, et kui antud juhtum ajalukku jääb ning ettevõtte tulemused on jätkuvalt positiivsed, siis võib-olla makstakse tulevikus taas dividende 75% puhaskasumist.

Tabel 19. Swedbank AB aktsia õiglase väärtus suhtarvude põhjal

Suhtarv	Võrreldavate ettevõtete keskmine	Swedbank	Erinevus	Õiglase väärtus
P/E	12,56	10,61	22,42%	228,00
P/B	1,16	1,33	-14,48%	159,28
<b>Õiglase väärtus</b>				<b>193,64</b>

Allikas: Autori arvutused

Tabelist number 19 on näha, et võrreldavate ettevõtete keskmine P/E on Swedbanki omast 22,24% kõrgem, mistõttu aktsia väärtuseks kujunes 228 Rootsi krooni. Hinna ja raamatupidamisliku suhte järgi on Swedbanki aktsia ülehinnatud, kuna Swedbanki P/B on ligi 14,48% kõrgem. P/B suhte järgi on Swedbanki aktsia hind 159,28. Samas on eelmisest tabelist näha, et P/B keskmise toob

alla Danske 0,57 suhe. Kui seda mitte arvestada, siis oleks Swedbank suhteliselt õiglaselt hinnastatud hinna ja raamatupidamisliku suhte järgi ning õiglase väärtuse hinnaks kujuneks kokkuvõttes 202 Rootsi krooni. Autori arvates oleks aga õigem jätta antud madalam suhtarv siiski sisse.

Kokkuvõttes võrreldavate ettevõtete suhtarvude baasil hindamisega sai autor Swedbanki õiglaseks väärtuseks 193,64 Rootsi krooni, mis on 2021. aasta 29.oktoobri seisuga ligikaudu 4% kõrgem kui turuhind. 29.oktoober oli aga Swedbanki ex-dividend kuupäev, mistõttu aktsia langes ligikaudu 4% ning hind kukkus 8 krooni võrra, olles päev varem 194 SEK-i juures. Kuna investorid saavad siiski iga aktsia kohta samas suurusjärgus dividendi, siis võib öelda, et antud ettevõtte on enam-vähem turul õiglaselt hinnastatud, kuid antud analüüsi järgi napilt alahinnatud.

### **3.3. Hinnang saadud tulemustele**

Swedbank AB õiglast väärtust hinnati kahe analüüsimeetodiga, milleks oli dividendide diskonteerimise ja võrreldavate suhtarvude meetod. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul prognoosis autor ettevõtte poolt tulevikus teenitavad rahavood, milleks olid antud töös maksimaalsed võimalikud väljamakstavad dividendid. Seejärel diskonteeriti need tänasesse päeva kasutades diskontomäärana omakapitali hinda ehk omakapitali nõutavat tulumäära. Võrreldavate ettevõtete suhtarvude meetodi puhul kasutas autor pankade jaoks sobivaid suhtarve ehk P/E kui ka P/B suhet, mida võrreldi viie sarnase ettevõttega. Seejärel leidis autor võrdlusgrupi keskmised väärtused, millele tuginedes leidis ka Swedbanki aktsia õiglase väärtuse kasutades aktsia viimase 12 kuu finantsandmeid.

Swedbanki dividendide prognoosimisel lähtus autor varasematele finantsandmetele, mis näitavad, et tegemist on stabiilse ettevõttega. Seega autor näiteks puhaskasumi prognoosimisel ei oota suurt puhaskasumi kasvu tulevikus.

DCF meetodi põhjal tuli analüüsi tulemuseks, et Swedbanki õiglase väärtus on 258,04 Rootsi krooni, mis on turuhinnast 29.10.2021 seisuga ligi 39% kõrgem. Seega dividendide diskonteerimise tulemusena on Swedbanki aktsia turul alahinnatud. Kuna DCF meetod on sisendite suhtes üpriski sensitiivne, siis viis autor läbi ka kaks sensitiivsusanalüüsi, kus autor kasutas sisenditena diskontomäära, pikaajalist kasvumäära ning puhaskasumi kasvumäära aastatel

2022-2025 ühe protsendipunktilise sammu muutusega. Esimese analüüsi minimaalseks aktsia väärtuseks sai autor 140,35 ning maksimaalseks väärtuseks 2 030,4 SEK. Turuhinnast oleks maksimaalne väärtus 687% kõrgem ning minimaalne aga ligi 46% madalam. Teise analüüsi põhjal sai autor minimaalseks hinnaks 145,7 ning kõrgeimaks 649,12. Seega võib väita sensitiivsusanalüüsi põhjal, et aktsia õiglase väärtus kõigub üpris palju, mistõttu baasstsenaariumi puhul õiglase hind ehk 258,04 SEK on väga tundlik sisendite suhtes. Kõige tundlikum on aktsia diskontomäär ja seepärast pikaajalise kasvumäära suhtes. Puhaskasumi kasvumäära suhtes Swedbanki aktsia väga tundlik ei ole.

Võrreldavate ettevõtete suhtarvude analüüsi tulemusel sai autor õiglaseks väärtuseks 193,64, mis on turuhinnaga enam-vähem ligilähedasel tasemel võrreldes DCF analüüsiga, kuid siiski ligi 4% turuhinnast kõrgem. See võib ka tuleneda sellest, et autori analüüsi päeval ehk 29.10.2021 oli Swedbanki ex-dividend kuupäev, mistõttu aktsia hind langes. Kui arvestada ex-dividendi kuupäevaga, siis võib öelda, et suhtarvude analüüsi põhjal on Swedbanki aktsia hind suhteliselt õiglase, kuid kui arvesse võtta ka DCF meetodit, siis on antud aktsia turul siiski silmnähtavalt alahinnatud.

Antud lõputöö raames läbi viidud DCF ja võrreldavate suhtarvude analüüsi tulemused on välja toodud tabelis 20.

Tabel 20. Swedbank AB õiglasel väärtused aktsia kohta *DCF* ning võrdlussuhtarvudel põhineval meetodil (SEKides)

	Aktsia õiglase väärtus, sek	Erinevus turuhinnast	Aktsia hind 29.10.2021
Diskonteeritud rahavoogude meetod ( <i>DCF</i> )	258,04	38,55%	186,24
Võrreldavate suhtarvude keskmine	193,64	3,97%	
<b>Kahe meetodi keskmine</b>	<b>225,84</b>	<b>20,93%</b>	

Allikas: Autori arvutused

Antud lõputöö raames kahe meetodi keskmise tulemusena on Swedbanki aktsia turul alahinnatud ligi 21%. Autori arvates on see tingitud rahapesuskandaalist, mis leidis aset 2019.aastal, mis aktsia langema pani. Sellest tulenevalt toimusid erinevad uuringud, mis on Rootsi finantsinspektsiooni poolt tänaseks päevaks 2021.novembri seisuga lõppenud ning tasutud on ka rahatrahv 4 miljardit SEK. Lisaks sellele tabas maailma 2020.aastal koroonakriis, mistõttu pidid pangad oma provisjone üles hindama, mis langetas nende puhaskasumeid suurel määral. Swedbanki kõrgeim

aktsia hind oli 231,4 aastal 2017 veebruarikuus, kus eelneva aasta ehk 2016. aasta puhaskasum oli ligikaudu 19,5 miljardit krooni. Inflatsiooni arvestades on see tänases väärtuses kindlasti madalam summa, kuid see annab siiski positiivse väljavaate aktsia hinna tõusu osas, kuna ettevõtte finantsnäitajad on mitme aasta vältel siiski head. 2021. majandusaasta tulemused on juba teada, et tulevad väga head. Seega need kaks sündmust on autori arvates ühekordsed sündmused, mis on mõjutanud turul aktsiahinda negatiivselt.

Autori hinnangul on Swedbanki kõige suurem väljakutse oma turupositsioonide säilitamine. Kui vaadata näiteks Eestit, siis LHV ning Coop pank on laienenud väga jõudsalt ning seetõttu võtavad mingi osa Swedbanki kliente ning nende portfelle endale. Kuigi see ei ole Swedbanki suurim turg, avaldab see siiski mingil määral mõju nende kasumitele. Samuti on Swedbanki viimases majandusaasta aruandes näha, et aastast 2017 on nii eraisikutest kliendid kui ka äriklientide arv konsolideerituna aasta aastalt vähenenud. Seetõttu tuleb oma klientide säilitamiseks vaeva näha ning kasumite tõusmiseks panustama rohkem kulude kokkuhoiule, nt automatiseerimisele, millega Swedbank aktiivselt ka tegelikkuses tegeleb.

## KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalreuse töö eesmärgiks oli leida börsiettevõtte Swedbank AB õiglase väärtus kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Samuti oli eesmärk teada saada, kas eelnevate meetodite keskmise tulemusega võrreldes on antud aktsia turul 29.oktoobri seisuga olles 186,24 SEK-i ala- või ülehinnatud.

Töö on jaotatud kolmeks osaks, kus esimeses peatükis uuriti ettevõtte õiglase väärtuse hindamise teoreetilist tausta ning tutvustati erinevaid meetodeid, kus toodi välja diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetod, mida antud lõputöö raames ka analüüsimise käigus kasutati. Töö teises osas tutvustas autor Swedbank AB tegevusalasid, majandustulemusi ning koostati ka ettevõttele lühike finantsanalüüs. Kolmandas osas leidis autor Swedbanki aktsia õiglase väärtuse, kus kasutas kahte eelnevalt mainitud meetodit, mille lõpptulemus koosnes nende kahe õiglase väärtuse keskmisest tulemusest.

Töö eesmärgi täitmiseks püstitas autor järgnevad uurimisküsimused:

- Mis on Swedbank AB aktsia õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on Swedbank AB aktsia õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused üksteisest?
- Kas Swedbank AB aktsia on börsil üle- või alahinnatud?

Diskonteeritud rahavoogude meetodil õiglase väärtuse leidmisel prognoositi ettevõtte tulevased rahavood viieks aastaks, mis omakorda diskonteeriti nüüdisväärtusesse ehk tänasesse päeva. Panga õiglase väärtuse hindamine on oma olemuselt aga komplekssem, sest ei ole võimalik leida tavapäraseid vabasid rahavoogusid nagu ettevõtte või omanike vabad rahavood, sest finantsettevõtete puhul üldiselt on keeruline hinnata vajaminevat käibekapitali muutust ning investeeringud põhivarasse, sest panga varad ei ole jagatud käibe- ja materiaalseks varas ning investeeritakse pigem immateriaalsetesse varadesse, milleks on bränd ja inimesed ehk töötajad. Seetõttu on pankade vabadeks rahavoogudeks dividendid, kuna need on peamiselt ainukesed mõõdetavad rahavood, mida on üldse võimalik prognoosida. Diskontomäärana kasutati töös

omakapitali hinda, kuna kaalutud keskmise kapitali hinna puhul tuleks sisse arvestada kohustised, mida panga puhul on keeruline kindlaks määrata.

Antud meetodi hindamisel lähtutakse krediitiasutustele rakenduvatest regulatsioonist, mis 2021.aasta kolmanda kvartali seisuga Swedbankil on 13.7%. Sellest lähtuvalt eeldatakse, et ülejääv kapital makstakse tulevikus välja dividendida. Seega diskonteeritud rahavood põhinevad maksimaalsetel võimalikel väljamakstavatel dividendidel, kuna varem või hiljem pangad pöörduvad oma pikaajalisele nõude tasemele, mistõttu pole mõistlik hoida liiga palju kapitali kinni ning seega varem või hiljem hakatakse seda ka dividendidena välja maksma. Diskonteeritud rahavoogude meetodil kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 258,04 SEK, mis on turuhinnast 29.10.2021 seisuga ligi 38% kõrgem. Seega antud meetodi põhjal on Swedbanki aktsia börsil alahinnatud.

Sensitiivsusanalüüsis kasutati sisenditena omakapitali hinda, pikaajalist kasvumäära ning puhaskasumi keskmist kasvumäära aastateks 2022-2025. Nende muutuste põhjal kõikus aktsia õiglase väärtus vahemikus 140,35-2 030,4 SEK, mis tähendab, et aktsia hind on ülimalt sensitiivne sisendite suhtes, eriti suurel määral just omakapitali hinna ja pikaajalise kasvumäära suhtes.

Võrreldavate suhtarvude meetodil võrreldi Swedbanki viie sarnase ettevõttega, milleks olid järgnevad viis börsil noteeritud Põhjamaade pank: SEB, Nordea, Handelsbanken, DNB ning Danske pank. Suhtarvudena kasutati P/E ja P/B suhteid. Lisaks õiglase väärtuse leidmisele suhtarvude meetodil, võrdles autor ka lisainformatsiooni saamiseks võrreldavate ettevõtte keskmist omakapitalitootlust ja dividenditootlust Swedbanki tulemustega.

Võrreldavate suhtarvude meetodil õiglase väärtuse leidmiseks leidis autor võrdlusgrupi keskmised suhtarvud, millest omakorda tuletas Swedbanki aktsia õiglase hinna, milleks oli 193,64 SEK. Seega antud väärtus oli 29.10.2021 hinnast ligi 4% kõrgem. Swedbanki puhul oli P/E suhtarvu järgi õiglase väärtus 228 ning P/B järgi madalam ehk 159,28. Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal on aktsia õiglase väärtus ligi 33% suurem kui suhtarvude meetodil.

Kahe meetodi tulemusena on Swedbanki aktsia õiglaseks väärtuseks 225,84 ehk ligi 21% kõrgem kui turuhind 29.oktoobril, milleks oli 186,24 SEK.



Autori hinnangul saavutati töö eesmärk, jõudes järeldusele, et Swedbank AB on börsil ligi 21% alahinnatud, mistõttu börs ei kajasta aktsia õiglast väärtust ning seega turg ei ole hetkel efektiivne. Autori hinnangul seisneb põhjus rahapesuskandaalis, mis on turuhinda negatiivselt mõjutanud ning seega ei kajasta veel õiglast väärtust. Autori arvates on juba näha novembrikuu 2021 seisuga, et aktsia liigub aina enam ülespoole ehk liigub oma õiglase väärtuse juurde muutes turu efektiivseks.

## SUMMARY

Money printing after corona pandemic has caused that people have savings more than ever. This has led to the growth of investors, because they want to protect their money from growing inflation. Investing has become very popular also, because nowadays it is very easy, cheap and quick.

Stocks are one of the most preferred asset classes, because it's risk reward ratio is the highest. The problem nowadays is that there are a lot of new investors who do not have any experience and they just invest, because they do not want to miss out the yield, which seems to them as easy money. So that's why they might do their investment decisions based on someone else's strategy or based on their gut feeling, which is not rational. Any person who invests in spesific stock should put effort in getting to know the company's financials and therefore finding out trough intrinsic valuation what is the fair price of the stock. This helps to make a rational investing decision, whether to invest or not. If the company's fair value of the stock is higher than the market's share price, then investor should buy the stocks and if the fair value is lower than market's share price then investor should not buy the stocks or in case owning them, then should start selling.

This bachelor thesis aim is to find out what is the fair value of Swedbank AB stock price and whether it is under- or overvalued on the stockmarket. Valuation is based on discounted cashflow method, where cashflow is dividends and relative valuation. The subject is based on authors interest for stockmarkets and obtaining a practical valuation skill to become more rational investor. For achieveing the objectives of this work, author has set following questions:

- What is the fair value of Swedbank AB using discounted cashflow method?
- What is the fair value of Swedbank AB using relative valutaion?
- How much do results of the valuation methods differ from each other?
- Is Swedbank AB stock currently over- or undervalued?

This thesis is divided into three parts. In the first chapter author explains the theoretical part of intrinsic valuation and then introduced different valuation methods. This thesis valuation is focused on discounted cashflow method and relative valuation since they are the most used and practical methods. In the second part of the work author introduces the company that is being valued - Swedbank AB - with a brief overview of the nature of business, its financial results and does a brief financial analysis. In the third chapter, author carries out Swedbank AB's fair value valuation using discounted cashflow method and relative valuation.

Valuing Swedbank AB with discounted cashflow model the intrinsic value is 258,04 SEK, which means that the stock price is undervalued around 39% and with relative valuation the fair value is 193,64, which is also undervalued around 4%. The difference between two methods is approximately around 33%. Both methods average fair value of Swedbank AB stock is 225,84 which is around 21% undervalued compared to market price at 29.10.2021, which was 186,24 and it means that the stock market is not efficient at the moment. Author finds that Swedbank is undervalued because of the money laundering scandal in 2019 which still has an effect on the price. Author thinks that since the company's results are good, then it is just a matter of time when Swedbank's stock price will be more or less equal with its intrinsic value.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

Blokhin, A. (2021). *Do Banks Have Working Capital?* Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/ask/answers/101515/do-banks-have-working-capital.asp>, 29.oktoober 2021.

Browne, C.H. *Väärtusinvestori taskuraamat*. (2020). Tallinn: AS Äripäev.

*Cost/income ratio*. (2018). Allikas: Moneyweek. Kättesaadav: <https://moneyweek.com/glossary/cost-to-income-ratio>, 16.oktoober 2021.

*Country Default Spreads and Risk Premiums*.(2021). Allikas: Damodaran. Kättesaadav: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 03.oktoober 2021.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assset*. John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2009). *Valuing Financial Service Firms*. Kättesaadav: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>, 03.oktoober 2021.

Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

Fernandez, P. (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Research division, University of Navarra.

Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE

Fernando, J. (2021). *Price-to-Earnings (P/E) Ratio*. Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>, 03.oktoober 2021.

Ganti, A. (2021). *Terminal Value (TV)*. Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>, 03.oktoober 2021.

*GDP growth (annual %) – Sweden*. (2021). Allikas: The World Bank. Kättesaadav: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2020&locations=SE&start=2001>, 06.november, 2021.

Hargrave, M. (2021). *Return on assets (ROA)*. Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>, 16.oktoober 2021.

Hayes, A. (2021). *American Depositary Receipt (ADR)*. Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/a/adr.asp>, 17.oktoober 2021.

Hänni, K. (2008). *Väärtpaberite teejuht*. Tallinn: Eesti Päevalehe AS.

*Investeerimisõpik*. Allikas: LHV Finantsportaal. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/terms?locale=et&firstLetter=true&key=B>, 03.oktoober.2021.

Investor, Toomas. (2021). *Karantiin läbi, saan korraliku dividendi*. Allikas: Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/investor-toomas/2021/10/04/karantiin-labi-saan-korraliku-dividendi>, 17.oktoober 2021.

*Kapitalinõuded pangandussektorile*. (2021). Allikas: Euroopa Liidu Nõukogu ja Euroopa Ülemkogu. Kättesaadav: <https://www.consilium.europa.eu/et/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/>, 13.november 2021.

Kenton, W. (2021). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>, 03.oktoober.2021.

Kert, E. (2007). *Investeerimise teejuht: Väärtpaberite fundamentaalne analüüs*. Tallinn: AS Äripäev.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Konkurentsiamet. (2019). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Allikas: Eesti Konkurentsiamet. (Juhend)

Kõva, K. (2017). *Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS LHV Groupi näitel*. (Bakalaureusetöö) Tallinna TalTechi majandusteaduskond, Tallinn.

*Long Term Interest Rates*. (2021). Allikas: OECD. Kättesaadav: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>, 25.oktoober 2021.

Maverick, J.B. (2020). *What Is the Average Return on Equity (ROE) of Banks?* Allikas: Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/ask/answers/040815/what-level-return-equity-common-company-banking-sector.asp>, 14.oktoober 2021.

*Multiples*. (2021). Allikas: Damodaran. Kättesaadav: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 25.oktoober 2021.

*Omakapitali hind*. Allikas: Rahandus. Kättesaadav: <https://www.rahandus.ee/et/omakapitali-hind>, 03.oktoober 2021.

*OMXS30 indeksi hinna liikumised*.(2016-2021) Allikas: Nasdaq. Kättesaadav: <https://1drv.ms/x/s!ApLhDEbyf7Anjm54MvJFgKNoYWAY?e=DfoggqD>

Pinto, J. E., Robinson T.R., Stowe, J.D. (2015). *Equity Valuation: A Survey of Professional Practice*.

*Price/Earnings Ratio*. Kättesaadav: <https://www.currentmarketvaluation.com/models/price-earnings.php>, 03.oktoober 2021.

*Return on equity (ROE) of banks in Europe as of December 2020, by country*. (2020). Allikas: Statista. Kättesaadav: <https://www.statista.com/statistics/894915/return-on-equity-of-banks-in-european-countries/>, 14.oktoober 2021.

Salurand, S. (2014). *Hansab Group väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil*. Tallinna Tehnikaülikooli Rahanduse ja majandusteooria instituut. 56 lk. (Bakalaureusetöö)

*Shiller PE – A Better Measurement of Market Valuation*. Allikas: Gurufocus. Kättesaadav: [https://www.gurufocus.com/shiller-PE.php?gclid=Cj0KCQjwnJaKBhDgARIsAHmvz6dgw5OW2Gp6txJiuhaltY2yuvRjll25OJM7ZiZP66PycsIpMeDja6AaAs2SEALw\\_wcB](https://www.gurufocus.com/shiller-PE.php?gclid=Cj0KCQjwnJaKBhDgARIsAHmvz6dgw5OW2Gp6txJiuhaltY2yuvRjll25OJM7ZiZP66PycsIpMeDja6AaAs2SEALw_wcB), 18.september 2021.

Siniloo, K. (2019). *Kartulid ja apelsinid ehk mida teada suhtarvudest*. Allikas: Raamatupidamis- ja maksuinfo portaal. Kättesaadav: <https://www.rmp.ee/ettevotlus/kasulikteada/kartulid-ja-apelsinid-ehk-mida-teada-suhtarvudest>, 03.oktoober 2021.

Stamberg, P. (2002). *Suhtarvud abiks aktsiate valikul*. Allikas: Äripäev. Kättesaadav: <http://www.aripaev.ee/uudised/2002/03/21/suhtarvud-abiks-aktsiate-valiku>, 03.oktoober 2021.

Stowe, J. D., Robinson, T. R., Jerald E. P., Dennis W. M. (2007). *Equity asset valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Swedbank AB Investor presentation Q2 2021. (2021). Swedbank AB.

Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2016. (2016). Swedbank AB.

Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2017 (2017). Swedbank AB.

Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2018. (2018). Swedbank AB.

Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2019. (2019). Swedbank AB.

Swedbank AB konsolideeritud aastaaruanne 2020. (2020). Swedbank AB.

Swedbank AB Q4 aruanne 2020. (2020). Swedbank AB.

Swedbank AB Q3 aruanne 2020. (2020). Swedbank AB.

Swedbank AB Q2 aruanne 2020. (2020). Swedbank AB

Swedbank AB Q1 aruanne 2020. (2020). Swedbank AB

Swedbank AB Q2 aruanne 2021. (2021). Swedbank AB.

Swedbank AB Q3 aruanne 2021. (2021). Swedbank AB.

*Swedbank AB aktsia hinna liikumine* (2016-2021). Allikas: Nasdaq. Kättesaadav: <https://1drv.ms/x/s!ApLhDEbyf7Anjmx4fX81wmEimrZ-?e=npFvNI>

*Sweden Government Bond 10Y.* (2021). Allikas: Trading Economics. Kättesaadav: <https://tradingeconomics.com/sweden/government-bond-yield>, 01.oktoober.2021.

*Total Beta By Industry Sector.* (2021). Allikas: Damodaran. Kättesaadav: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html), 03.oktoober.2021.

*Turusuhtarvud.* Allikas: Rahandus. Kättesaadav: <https://www.rahandus.ee/et/turusuhtarvud>, 03.oktoober.2021.

Tõnisson, R. (2020). *Turud langevad, aga ka P/E.* Allikas: LHV finantsportaal. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/news/newsView?locale=et&newsId=5532345>, 03.oktoober 2021.

Võrklaev, E. (2008). *Väärtpaberite teejuht.* Tallinn: Eesti Päevalehe AS.

Väikenurm, M. (2019). *Eesti Swedbanki vastu esitati kuriteoteade.* Allikas: Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/uudised/2019/04/03/eesti-swedbanki-vastu-esitati-kuriteoteade>, 09.oktoober 2021.

Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine.* Tallinn: AS Äripäev.

*Quick facts about Swedbank.* (2021). Allikas: Swedbank AB finantsportaal. Kättesaadav: <https://www.swedbank.com/investor-relations/quick-facts.html>, 09.oktoober 2021.

## Lisa 1. Lihtlitsents

### **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks<sup>1</sup>**

Mina Laura Enno (autori nimi)

1. annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine Swedbank AB näitel“

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on Kristjan Liivamägi. PhD

(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.

---

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