

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Kätriin Randla

PANGANDUSKONTSERNI SEB AB ÕIGLASE VÄÄRTUSE

HINDAMINE

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2023

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele selle koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.

Töö pikkuseks on 8943 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Kätriin Randla

20.12.2023

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS.....	5
1. FINANTSINSTITUTSIOONIDE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	7
1.1. Finantsinstitutsioonide väärtuse hindamise põhiolemus ja eripärad	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod.....	10
1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod	13
2. PANGANDUSKONTSERN SEB.....	16
2.1. SEB grupi tutvustus.....	16
2.2. SEB grupi finantsanalüüs	17
2.3. SEB AB aktsia.....	21
3. SEB AB ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	24
3.1. SEB AB kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	24
3.2. SEB AB kontserni õiglase väärtuse hindamine suhtarvude meetodil	32
3.3. Tulemuste analüüs ja järeldused.....	34
KOKKUVÕTE	36
SUMMARY	36
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	39
LISAD	42
Lisa 1. SEB AB konsolideeritud kasumiaruande perioodil 2018-2023 9 kuud.....	42
Lisa 2. SEB AB konsolideeritud bilanss perioodil 2018-30.09.2023.....	43
Lisa 4. Lihtlitsents	45

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö teemaks on „Pangandussektori SEB AB õiglase väärtuse hindamine“ ning töö eesmärgiks on diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil leida finantskontserni SEB AB õiglane väärtus. Investorite huvi pangandussektori vastu on positiivsete intressimäärade keskkonnas suurenenud, samas kui finantsinstitutsioonide õiglase väärtuse hindamine on keeruline ja aeganõudev tulenevalt sektori spetsiifikast. Hinnatavaks finantsinstitutsiooniks valitud panganduskontsern SEB AB on süsteemselt oluline pank nii Skandinaavias kui ka Baltikumis. Õiglase väärtuse leidmiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit, kus rahavoogudena kasutatakse potsentsiaalseid dividende kui rahavoogude asendusnäitajaid. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul leitakse P/E ja P/B suhtarvud 12 kuu jooksvates tulemustes ning võrreldakse neid sarnaste võrdlusgruppi valitud Skandinaavia pankade suhtarvudega.

Töö käigus leitakse vastused järgnevatele uurimisküsimustele:

- 1) Milline on SEB AB aktsia õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Milline on SEB AB aktsia õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kuidas ja miks erinevad kahe meetodi tulemused?
- 4) Kas SEB AB aktsia on turuhinnaga võrreldes üle- või alahinnatud?

Diskonteeritud rahavoogude meetodil kujunes SEB AB aktsia õiglaseks väärtuseks 223 SEK. Seisuga 17.11.2023 oli SEB AB aktsia turuhind 126 SEK, millest järeldub, et aktsia on 97 SEK alahinnatud. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul P/E ja P/B suhtarvude keskmisena kujunes SEB AB aktsia õiglaseks väärtuseks 139 SEK, millest järeldub, et võrreldavate suhtarvude meetodil on SEB aktsia 13 SEK alahinnatud. Kahe meetodi keskmiseks õiglaseks väärtuseks leiti seega 181 SEK, mis on SEB AB turuhinnast seisuga 17.11.2023 43,6% kõrgem.

Võtmesõnad: õiglase väärtuse hindamine, finantsinstitutsioon, diskonteeritud rahavoogude meetod, dividendide diskonteerimismudel, võrreldavate suhtarvude meetod.

SISSEJUHATUS

Pangandussektor on viimastel aastatel olnud suure tähelepanu all tulenevalt Silicon Valley varade ülevõtmisest USA Föderaalset Pangandusjärelevalveametilt, Credit Suisse'i ülevõtmisest Šveitsi suurpanga UBSi (UBSi Group AB) poolt ning viimase 40 aasta keskpankade poolt tehtud suurimate intressimäärade tõusude tõttu. Intresside dünaamika tulemusel on euroala majandus 2023. aasta II kvartalis liikunud kasvutsükli aeglustumise faasi. Kõrgemad intressimäärad ja majanduse aeglustumine on omakorda suurendanud laenukahjumeid pangandussektoris (BIS Annual Economic Report 2023, lk 12).

Keskpankade rahapoliitika karmistamise peamiseks eesmärgiks on inflatsiooni taandumine 2%-lisele tasemele. Oodatust aeganõudvama hinnataseme alanemise ja rahapoliitika karmistamise kiire tempo mõjul on varade jaotamine, hinnad ning turutingimused endiselt kohandumas, esitades väljakutse nii turgudele ja investoritele, kui ka finantsinstitutsioonidele. 2023. aasta II kvartali euroala inflatsioon küll langes, kuid püsib endiselt oodatust kõrgem ning laenukulude kiire kasvu tõttu on tarbijate kindlustunne nõrgenenud. (International Monetary Fund 2023, lk 2) Finantsstabiilsusega seotud riskide märgatava kasvu taustal on ka investorid muutunud ettevaatlikumaks ja raha paigutamine turgudel riskivaradesse, nagu näiteks aktsiad, on vähenenud. Samas on investorite arv kasvutrendis tulenevalt rahatarkuse ja investeerimisvõimaluste teadlikkuse tõusust ning asjaolust, et investoritele pakutakse järjest enam mugavamaid ja soodsamaid võimalusi investeerimiseks. Positiivsete intressimäärade keskkonnas pankade kasumid küll suurenevad ja seetõttu võivad pangandussektori aktsiad tunduda investorite jaoks atraktiivsemad, kuid samas tuleb arvestada, et läbi laenu portfelli riskitaseme ja laenukahjumite osakaalu suurenemise võivad kõrged intressimäärad hakata kasumitele negatiivselt mõjuma.

Ajalooliselt on olnud investorite seas populaarseimaks varaklassiks aktsiad, kuna need pakuvad teiste varaklassidega võrreldes kõrgemat riskiga korrigeeritud tootlust, dividendiettevõtted maksavad lisanduvat rahavoogu ehk dividende, aktsionäriks olemine annab võimaluse kaasa rääkida ettevõtte otsustes ning üldjuhul on aktsia likviidne vara, mida on lihtne osta ja müüa ning mida saab vajadusel kiiresti rahaks realiseerida.

Enne planeeritavat üksikaktsia investeeringut pangandussektoris tuleks teostada panga õiglase väärtuse hindamine, et mõista kas aktsia hind on võrreldes turuväärtusega ülehinnatud või mitte. Õiglase väärtuse hindamise läbiviimine annab investorile kindlustunde, et investeering on läbi mõeldud ning põhineb usaldusväärsetel finantsanalüüsil, mitte pelgalt „kõhutundel“. Lisaks suurendab see tõenäosust, et aktsia eest makstakse õiglast hinda ja mõistetakse paremini ettevõtte tulevase kasvu ja kasumlikkuse potentsiaali. Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil leida finantskontserni SEB AB õiglase väärtus. Töö käigus leitakse vastused järgnevatele uurimisküsimustele:

- 1) Milline on SEB AB aktsia õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Milline on SEB AB aktsia õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kuidas ja miks erinevad kahe meetodi tulemused?
- 4) Kas SEB AB aktsia on turuhinnaga võrreldes üle- või alahinnatud?

Varasemalt ei ole bakalaureusetööna hinnatud Rootsi päritolu rahvusvahelist panganduskontserni SEB AB õiglast väärtust ning teema valik on tehtud lähtuvalt bakalaureusetöö autori isiklikust huvist pangandussektori vastu. Hinnatavaks pangaks on valitud SEB AB, sest tegemist on süsteemselt olulise pangaga Skandinaavias ja Baltikumis. Ettevõtete õiglase väärtuse hindamine on praktikas laialt kasutatav, kuid finantsinstitutsioonide väärtuse hindamine on tulenevalt sektori spetsiifilisusest keerulisem ja aeganõudvam. Finantsinstitutsioonide õiglase väärtuse hindamisel on praktikute poolt enim kasutatavateks hindamismeetoditeks olnud diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamiseks koostatakse potentsiaalsete vabade rahavoogude ehk dividendide prognoos perioodiks 2024-2028, diskonteeritakse need tänasesse päeva ning liidetakse omakapitali terminaalväärtus. Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamiseks kasutatakse P/E ja P/B suhtarve võrdluses sarnaste Skandinaavia pankade suhtarvudega. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kasutatakse 12 kuu jooksvaid (*12 month rolling*) tulemusi.

Käesolev bakalaureusetöö koosneb kolmest osast. Esimene peatükk annab ülevaate finantsinstitutsioonide õiglase väärtuse hindamisest ning käsitleb töös kasutatavaid diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodeid. Teine peatükk keskendub SEB grupile, milles antakse ülevaade finantskontserni finants- ja turunäitajatest ning ettevõtte aktsiast. Kolmas ehk viimane peatükk käsitleb SEB AB õiglase väärtuse hindamist, lõpptulemusi, analüüsi ja järeldusi.

1. FINANTSINSTITUTSIOONIDE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Finantsinstitutsioonide väärtuse hindamise põhiolemus ja eripärad

Rahanduse teooria kõige olulisem rakendus on ettevõtte või varade hindamine (Harbula, 2009, lk 4). Õiglase väärtuse hindamise eesmärgiks on tagada õiglane hind, millega toimuks turuosaliste vahel õiglane müügitehing või kohustuste üleandmine mõõtmiskuupäeva turutingimuste juures (IFRS 13, 2011). Ettevõtte õiglase väärtuse hindamine on määratletav rahas teatud kuupäeval, võttes arvesse koondriski, aja- ja tuluootuste tegureid (Ralinska, 2019, lk 34).

Igal varal on väärtus ning varadesse investeerimisel ehk vara omandamisel on oluline roll vara väärtuse sisendite mõistmisel. Iga vara hindamine on üldjuhul erinev, sest hindamise detailid ja kättesaadav informatsioon on igal hindamise ajahetkel erinev, sest keskkond meie ümber pidevas muutumises. Õiglase väärtuse hindamise ehk fundamentaalanalüüsi põhiideeks on, et ettevõtte tegelik väärtus on seoses tema tänaste ja tulevaste finantsnäitajatega ehk kasvuväljavaadete, riskiprofiili ja rahavoogudega. Kõrvalekalded õiglasest väärtusest on seega indikaatoriks, et aktsia on kas ala- või ülehinnatud. Pikaajalise investeerimisstrateegia eelduseks on vara väärtuse ja selle aluseks olevate finantstegurite vaheliste seoste mõõdetavus. (Damodaran, 2002)

Informatsiooni kogumine on aga aeganõudev ning tegelikkuses ei suuda vara hinnad saadaolevat teavet täielikult kajastada. Informatsiooni kogumiseks ja töötlemiseks kulutatud aeg on seega investorile kulu ning kulu eest saadav rahaline kompensatsioon on tulu näol vaid juhul, kui see teave ei ole veel nõuetekohaselt vara hinda arvesse võetud. Samas ei õigusta ennast niisugune teabekulu ära suurtel ning likviidsetel turgudel, kus üldjuhul on saadaolev teave hinda sisse arvatud. Täielikult informatiivselt efektiivseid turge ei ole aga praktikas võimalik saavutada ning turu ebatõhususe määrab seega ära investorite valmisolek kulutada aega informatsiooni kogumiseks. Seega turu tasakaal tekib juhul kui on piisavalt kasumivõimalusi ehk ebatõhususi, et kompenseerida investoritele kauplemise ja teabe kogumise kulud. (Grossman ja Stiglitz, 1980)

Finantsinstitutsioonide, sealhulgas pankade eesmärgiks on nagu iga ettevõtte puhul aktsionäride väärtuse kasvatamine. Investeerimis-, rahastamis- ja dividendiootsused on suuresti seotud ettevõtte väärtusega, sest need avaldavad mõju jooksvatele rahavoogudele, oodatavale kasvule ja

riskitasemele. Samas on riskide võtmine finantsinstitutsioonide äritegevuse igapäevane lahutamatu osa, kuid otsuste vastuvõtmisel tuleb hoida riske stabiilsel tasemel. Seetõttu on oluline riski, selle juhtimise eesmärgi ja panga väärtuse maksimeerimise omavahelisi seoseid arvesse võtta. (Schroeck, 2002, lk 13)

Majanduse vereringena toimiva pangandussektori tavapärasest suurem tähelepanu algas teatega USA panga Silicon Valley varade ülevõtmisest 10. märtsil 2023. aastal USA Föderalse Pangandusjärelevalve ameti poolt. See tähendas Silicon Valley jaoks pankrotti, kusjuures panga kiiret kokkuvarisemist soodustavaid tegureid oli mitmeid. Nimelt investeeriti madalate intressimäärade keskkonnas suurtes mahtudes võlakirjadesse, mis tõi kaasa intressimäärade tõustes märkimisväärse realiseerimata kahjumi. Lisaks oli pangal madal omakapitali tase, ebatõhus riskijuhtimissüsteem ja läbimõttlemata varade ja kohustuste juhtimine. (Vo ja Le, 2023, lk 1) Uudis tuli paljudele investoritele ja ka ekspertidele üllatusena arvestades panga mainet ühe parima piirkondliku pangana. Probleemid panganduses jõudsid samal kuul ka Euroopasse, kui Šveitsi pank Credit Suisse kokku kukkus ning selle tulemusena ostis Šveitsi suurim pank UBS Credit Suisse'i üle. Nende sündmuste tulemusena investorite kindlustunne pangandussektori vastu langes ja pankade aktsiate hinnad kukkusid madalamatele tasemetele kartuses 2008. aasta finantskriisi kordust.

Sama aasta juulis alustasid keskpangad esimeste intressimäärade tõstetega. Intressimäärade langetamise ja tõstmise eesmärk on vastavalt majandust ergutada või teisalt inflatsiooni alandada. Keskpankade intressimäärade mõjul on aktsiaturgude kõikumised laialt levinud, sest kui intressimäärad tõusevad, saavad pangad hõlpsasti kasumimarginaale suurendada ja seeläbi suuremat puhaskasumit teenida. Teisalt aga, mida kõrgemale intressimäär tõuseb, seda vähem ollakse nõus laenu võtma ning laenuportfellide stagnatsioon võib varjutada suurenenud kasumimarginaalid. (Horvath, 2023) Finantsinstitutsioonide aktsiahinnad on volatiilsed ning turuhind erineb üldiselt vara õiglasest väärtusest, seega on vara õiglase väärtuse hindamine vara omandamisel kriitilise tähtsusega. Samas võib iga investori jaoks õiglane väärtus erineda, võttes väärtuse arvutusse erinevaid sisendeid, mis ei ole turuhinnaga otseses seoses (Damodaran, 2012).

Pangandussektor on hinnatud üheks kõige raskemini hinnatavaks sektoriks, kuna selle finantsaruannetes ja äritegevuses on suuri erinevusi võrreldes teiste majandusharudega. (Chandra et al., 2017, lk 4). Esiteks kehtivad pankadele regulatiivsed piirangud äritegevuse juhtimise osas ning ranged reeglid kapitali osas. Teiseks teguriks on asjaolu, et finantsinstitutsioonide tulude ja

varade väärtuste kirjendamise raamatupidamisstandardid erinevad ülejäänud ettevõtete raamatupidamise reeglitest. Lisaks on panga investeeringute ja käibekapitali määratlemine keeruline ning kohati võimatu. Seda seetõttu, et tavaettevõtted investeerivad põhivarasse läbi seadmete ja masinate, kuid finantsinstitutsioonid investeerivad peamiselt immateriaalsesse varasse (kaubamärgid ja inimkapital). Seega kui ei ole võimalik reinvesteeringu määra mõõta, ei saa hinnata finantsinstitutsioonide tänaseid vabasid rahavoogusid mistõttu muutub oodatava tulevase kasvu prognoosimine keerulisemaks. (Damodaran, 2013, lk 3-5)

Tabel 1. Panga hindamisviisid ning nende eelised ja puudused

Hindamisviis	Eelised	Puudused
Varapõhine lähenemine (<i>Asset-based approach</i>)	1) Lihtne, arusaadav ja praktiline 2) Oletuste tegemine ei ole nõutud	1) Lihtsalt rakendatav hindamismudel 2) Juurdepääs panga siseandmetele on oluline 3) Ei arvesta pikaajaliste arengu perspektiividega
Turupõhine lähenemine (<i>Market approach</i>)	1) Kasutab tegelikke andmeid 2) Praktikas lihtne rakendada 3) Ei tugine selgesõnaliselt prognoosidele 4) Arvestab turu reaktsiooniga 5) Peegeldab ühinemisi ja ülevõtmisi	1) Enamik olulisi eeldusi on varjatud 2) Töömahukas ja aeganõudev 3) Lähtudes praegusest olukorrast, mille tulemuseks on pikaajaliste suundumuste kaotamine
Tulupõhine lähenemine (<i>Income approach</i>)	1) Paindlik muudatusteks 2) Arvestab tuleviku ootustega 3) Võtab arvesse turu toimivust	1) Vastuolulised tulemused (nõuab tulevase majandusliku kasu prognoosi) 2) Nõuab sobivate diskontomäärade hinnanguid 3) Põhineb osaliselt tõenäosustel ja ekspertiisidel 4) Arenevatel turgudel keeruline rakendada 5) Tulemusi võimalik manipuleerida
Tingimuslike nõuete hindamine (<i>Contingent claim valuation</i>)	1) Võtab arvesse panganduse spetsiifilisi omadusi paremini kui teised lähenemised	1) Ei võeta arvesse regulatiivseid tegureid 2) Võimalikud probleemid rakendusega (vajalik matemaatilise mudel koostamine)

Allikas: Deev (2011, lk 42)

Ettevõtete väärtuse hindamiseks on erinevaid lähenemisviise ja meetodeid, mida saab rakendada ka finantsinstitutsioonide, sealhulgas pankade hindamisel ja üldiselt jagatakse lähenemisviisid kolme rühma – varadel põhinev, turupõhine ja tulupõhine lähenemine (Ralinska, 2019, lk 34). Deev (2011) on pankade hindamisel välja toonud ka neljanda lähenemisviisi, milleks on

tingimuslike nõuete hindamine, mis kasutab optioonide hinnakujunduse mudeleid, et mõõta optiooni omadusi jagavate varade väärtust. Tabel 1 näitab pankade hindamisel võimalikke rakendatavaid meetodeid, kus igal lähenemisviisil on oma eelised ja puudused ning olenevalt hindamismeetodi valikust võivad lõpptulemused erineda. Seega on finantsinstitutsioonide hindamisel vaja teadmisi hindamistehnikatest ning arusaama finants- ja pangandussektorist. (Deev, 2011, lk 33) Teisest küljest, nagu iga ettevõtte puhul, on ka panga juhtimise eesmärk maksimeerida aktsionäride rikkust panga aktsiahinna maksimeerimise kaudu (Ralinska, 2009, lk 34).

Hindamisteooriad keskenduvad sageli diskonteeritud rahavoogude meetodile ja sellega seotud sisenditele ja eeldustele, kuid diskonteeritud rahavoogude meetod on sageli üsnagi tülikas ja aeganõudev. Sellest tulenevalt kasutatakse lisaks regulaarselt turupõhist lähenemisviisi, mis põhineb suhtarvude meetodil, et lihtsustada ning ka ristkontrollida diskonteeritud rahavoogude meetodit. (Harbula, 2009, lk 4).

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Tulupõhine lähenemisviis keskendub eeldatava tulevase majandusliku kasu arvutamisele nende nüüdisväärtuseks (Deev, 2011, lk 37). Meetodid jagatakse viide suuremasse kategooriasse - ettevõtte diskonteeritud rahavoog DCF (*discounted cash flow*), ettevõtte vabad rahavood FCFE (*free cash flow to the firm*), kohandatud nüüdisväärtus APV (*adjusted present value*), kapitali rahavoog CCF (*capital cash flow*) ning omakapitali vaba rahavoog FCFE (*free cash flow to equity*). Diskonteeritud rahavoogude meetod sobib kõige paremini hindamiseks ettevõtteid, mis pürgivad oma kapitalistruktuuris kindlale tasemele, sealhulgas ka finantsinstitutsioonidele. Lisaks peetakse finantsinstitutsioonide hindamise heaks võimalikuks meetodiks omakapitali vaba rahavoo meetodit, mida on aga praktikas keeruline rakendada. (Koller et al., 2020, lk 178).

Ettevõtte väärtuse hindamisel on diskonteeritud rahavoogude meetod praktikas kõige laialdasemalt kasutatav tulupõhise lähenemise meetod, kusjuures hindamise põhimõtted kehtivad võrdselt ka pankadele, kuid panga hindamisel on asjakohane keskenduda dividendidele kui rahavoogude asendusnäitajatele, mis ongi omakapitali vaba rahavoog. (Deev, 2011, lk 37)

Finantsinstitutsioonide puhul ei ole tavapärase rahavoogude hindamine teostatav ning parimaks jälgitavaks rahavooks on dividendid, kuigi tegelikkuses väljamakstavad dividendid võivad moonutada tegelikku informatsiooni. Nimelt võivad mõned pangad maksta vähem dividende kui kui see tegelikkuses võimalik ning kasutada ülejääki omakapitali suhtarvu suurendamiseks. Samas kui teised pangad võivad maksta üleliia kõrgeid dividende, püüdes seda kompenseerida emiteerides uusi aktsiaid või ka teisi omakapitalina kvalifitseeritavaid instrumente. Kasvupotentsiaaliga finantsinstitutsioonide puhul jooksvatele dividendidele keskendumine annab üldjuhul tegelikust madalama väärtuse, sest need ettevõtte ei maksa üldse või maksavad väiksemat dividendi, et selle arvelt oma kasvuplaane rahastada. Seega tuleks praktikas kasvupotentsiaaliga finantsinstitutsioonide dividende korrigeerida. (Damodaran, 2009, lk 11)

Dividendide diskonteerimise mudel DDM (*discounted dividend method*) on üks populaarsemaid hindamismeetodeid ettevõtte aktsiate sisemise väärtuse hindamiseks ja kehtib sellistele ettevõtetele, kes maksavad stabiilseid ja prognoositavaid dividende (Gactus ja Hinlo, 2018, lk 9). Dividendide diskonteerimise mudel on edasiarendus diskonteeritud rahavoogude valemist, kus dividendide nüüdisväärtuse leidmiseks prognoositakse üldjuhul kuni viie aasta potentsiaalsed dividendid ning diskontomäärana kasutatakse omakapitali maksumust.

Potentsiaalsete dividendide hindamiseks tuleb arvesse võtta, et pankadele määratud kapitalinõuded sunnivad piirama nende väljamakstavaid dividende. Dividende käsitlev kirjandus viitab, et pangapoolsed dividendimaksud vähendavad kapitali adekvaatsuse suhtarve. Aktsiapõhine kapitaliregulatsioon ja rangemad riskipõhised kapitalinõuded toimivad pankadele kaudse kontrollina, et tõkestada riskide ümberpaigutamist dividendimaksete kaudu ning seetõttu on oluline mõista, milliseid laenatud vahendeid on lubatud pangakapitalina kasutada ja milliseid mitte (Ashraf et al., 2016, lk 292). Lisaks on pankade puhul tavapärase, et luuakse ka sisemisi täiendavaid puhvreid, et olla majanduse keerulisematel aegadel paremini kaitstud.

Pankadele kehtestatud kapitalinõuded on seatud finantsüsteemi stabiilsuse, riskijuhtimise ja kliendikaitse tagamiseks ning nõuded on määratud Baseli raamistikus (*The Basel Framework*) Baseli pangajärelevalve komitee (*Basel Committee on Banking Supervision*) poolt, kes on pankade usaldatavusnormatiivide reguleerimise peamine ülemaailmne standardite kehtestaja (BIS, 2023). Samas on leitud, et pangandussektoril on üldiselt suurem dividendide väljamakse suhtarv kui mittefinantsettevõtetal (Gambacorta et al., 2020).

Kui dividendide eeldatav kasvumäär on igavesti konstantne, muutub see mudel Gordoni kasvumudeliks, kuid erakorraline kasv ei saa praktikas kesta lõpmatuseni (Damodaran, 2013, lk 6). Seega on vajalik dividendide diskonteerimise mudeli periood defineerida, kujuures enamasti suudetakse prognoosida tulevase adekvaatseid rahavooge kuni viis aastat. Lisaks tuleb finantsinstitutsiooni väärtuse hindamisel lisada dividendide diskonteerimise mudelile juurde omakapitali terminaalkväärtus TV (*terminal value*), mis hõlmab prognoosiperioodile järgnevaid dividende kuni lõpmatuseni muutumatu kiirusega ehk stabiilse kasvumääraga (Damodaran, 2002). Terminaalkväärtus arvutatakse järgneva valemiga:

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

kus
 CF_{t+1} - eeldatav dividend aktsia kohta perioodil $t+1$,
 r - diskontomäär,
 g - kasvumäär.

Omakapitali terminaalkväärtus mõjutab seega lõppväärtust oluliselt ning väärtus võib olla kallutatud ehk võib tugineda vaieldavatel eeldustel, sest seda hinnatakse tihtipeale vaid konkreetse hindamise läbiviimiseks (*ad hoc*). (Penman, 1998, lk 303). Diskonteeritud meetodite puhul võib terminaalkväärtus moodustada üle 75% hinnatava ettevõtte koguväärtusest (Pratt ja Grabowski, 2010, lk 34) ning et mudel annaks adekvaatse väärtuse on sisendite võimalikult täpne ja põhjendatud määramine kriitilise tähtsusega. Dividendide diskonteerimismudelile liites terminaalkväärtuse, saame finantsinstitutsiooni omakapitali nüüdisväärtuse, mis esitatakse järgneva valemiga (Damodaran, 2010, lk 2):

$$\text{Omakapitali väärtus} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)_n} \quad (2)$$

kus
 CF_t - eeldatav dividend aktsia kohta perioodil t ,
 r - omakapitali hind ehk diskontomäär,
 TV - terminaalkväärtus,
 n - aasta, millal kasv stabiliseerub,
 t - periood.

Kapitali hinna määramise lähenemisviise on erinevaid, kuid tavapärase rahavoogude hindamine enne võimalikke kaalutud keskmise kapitali hinnaga WACC ei ole finantsinstitutsioonide puhul

rakendatav, sest võla ja nende maksete tuvastamine on nende puhul keeruline, samas kui aktsiakapitali on pankade puhul võimalik otseselt hinnata. (Damodaran, 2009, lk 14) Seega kasutatakse finantsinstitutsioonide õiglase väärtuse hindamisel, kus rahavoogude asendusnäitajateks on dividendid, diskontomäära asemel omakapitali hinda CAPMi mudeliga (*capital assets pricing model*), mida arvutatakse alljärgneva valemiga (Koller et al., 2020, lk 315):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f] \quad (3)$$

kus

r_f – riskivaba tulumäär,

β_i – beetakordaja,

$E(R_m)$ – oodatav turu tulumäär,

$E(R_m) - r_f$ – tururiski preemia.

CAPMi omakapitali hinna mudelis on esimeseks komponendiks riskivaba tulumäär, mis on niisugune tulu, millel „ei ole riski“ ning seda arvestatakse enamasti riiklike võlakirjade tulususe baasil. (Konkurentsiamet, 2016, lk 4). Tulemuste jaoks on soovitatav arvutada tulusust lunastustähtajani likviidsete, optioonivabade ja pikaajaliste võlakirjade pealt (Koller et al., 2020, lk 325). Tururiskipreemia ehk turutulumäär on hüvitis süstemaatilise riski võtmise eest ehk näitab kui palju saavad investorid teenida lisaks riskivabale tulumäärale ja see korrutatakse beetakordajaga, mis näitab kui palju riskantsem on ettevõtte keskmisest ettevõttest. Seega kui aktsia beeta on suurem kui 1, ületab ettevõtte risk turu keskmist riski ja vastupidi. (Konkurentsiamet, 2016, lk 4) Käesolevas töös kasutatakse omakapitali hinna määramisel riskivaba tulumäärana Rootsi 10-aastase valitsuse väärtpaperite tootlust, peamiste turgude kapitalituru kaalutud keskmist tururiski preemiat ja SEB AB aktsia beetakordajat.

1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod

Väärtuse hindamisel keskendutakse tihtipeale diskonteeritud rahavoogudele, kuid nagu mainitud, siis räägib selle meetodi kahjuks asjaolu, et teatud juhtudel puuduvad väärtuse mõõtmiseks vajalikud andmed ning alternatiivina on kasutusele võetud erinevad suhtarvud (Jakub et al., 2005, lk 485). Kuigi finantssuhtarvused kasutatakse enamasti ettevõtte ajalooliste finantstulemuste analüüsimiseks, on nende baasil võimalik kindlaks määrata ka ettevõtte tulevikutrende. Tänu sellele saavad investorid prognoosida ettevõtte tegevust järgmistel aastatel ning kasutada suhtarve investeerimisotsuste langetamiseks. (Al-Nasser, 2014, lk 2)

Proгноositavate finantsnäitajate baasil arvatud suhtarvude kvaliteet sõltub aga prognoosi tegemise eelduste kvaliteedist (Kert, 2007, lk 166). Pärast suhtarvude numbrilise väärtuse leidmist on nende analüüs ja tõlgendamine kriitilise tähtsusega, seda nii finants- kui ka mittefinantsteenuseid pakkuvate ettevõtte puhul (Damodaran, 2013, lk 6).

Võrreldavate suhtarvude meetodil tuleb lähtuda analüüsitavast majandusharust, sest olenevalt sektorist on teatud kordajad teistest sobivamad (Fernandez, 2001, lk 3). 2009. aastal Euroopa ettevõtete seas läbi viidud uuringus selgus, et pangandus- ja kindlustussektoris on enim kasutatavad suhtarvud aktsia hinna ja kasumi suhe P/E (*price-to-earnings ratio*) ning ettevõtte turuväärtuse ja raamatupidamisliku väärtuse suhe P/B (*price to book value*). (Harbula, 2009, lk 25).

Et defineerida, kas aktsia hind on kallis või odav, on üheks populaarseimaks suhtarvuks P/E suhe, mis on rakendatav ka finantsinstitutsioonide puhul. P/E suhe leitakse aktsia hinna jagamisel puhaskasumiga aktsia kohta ning seda on võimalik arvutada nii aktsiaindeksi kui ka üksikaktsiate puhul. Aktsiaindeksi puhul arvutatakse P/E suhe sarnaselt üksikaktsiatele ehk indeksis olevate ettevõtete keskmine aktsia hind jagatakse nende ettevõtete keskmise tuluga aktsia kohta (Shen, 2000, lk 24) Samas vaadatakse indeksit kui ühte hüpoteetilist ettevõtet ehk keskmise aktsiahinna leidmine praktikas ei ole laialdaselt kasutatav.

Madal P/E suhtarv võib indikeerida, et tegemist on alahinnatud ettevõttega, samas aga võib turg olla ka kaheldaval seisukohal, kas ettevõtte tulud jäävad samal tasemel püsima. Näiteks kui prognoositav tulu langus aktsia kohta muudab aktsia kalliks, aga suhtarvu baasil tundub aktsia odav, nimetatakse seda väärtuslõksuks (*value trap*). (Zirnask, 2008, lk 26). P/E suhtarv arvutatakse järgneva valemiga:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{ühe aktsia hind}}{\text{puhaskasum aktsia kohta}} \quad (4)$$

P/E suhtarvude praktikas rakendamisel tuleb tähelepanu pöörata mõõtmisperioodile, mille jooksul kasumit mõõdetakse. Ühe aktsia või indeksi hind on enamasti turuhind, milleks võib olla ka igapäevaste sulgemishindade nädala või kuu keskmine. Puhaskasumi arvutuse ajastamine võib aga erineda. Esimene võimalus on kasutada minevikus teenitud puhaskasumit (viimase aasta

puhaskasumit või aasta puhastulude keskmisi) ning teiseks võimaluseks on kasutada tuleviku tulude prognoosi (jooksva aasta või tulevase aasta prognoositavat tulu). (Shen, 2000, lk 24)

Finantsinstitutsioonidesse investeerides on võtmesõnaks pankade reguleeritus. Investorite eeldus on sageli, et reguleerivad üksused tagavad, et pangad ei võetaks üleliigseid riske, samas aga turuhinnangu puhul võib see investoreid ohustada. Kui P/E suhtarvu puhul ei kontrollita pankade laenuportfellide riske, siis eeldatakse, et kõik pangad on võrdselt riskantsed, mis tähendab, et riskantsemad pangad on niisuguses võrdluses odavamad. (Damodaran, 2013, lk 13)

Andmaks hinnangut, kas ettevõtte on üle- või alahinnatud sobib ka aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhe P/B. Sektorid, mis nõuavad suuri põhivarainvesteeringud, kauplevad madalama P/B suhtarvuga kui väiksema kapitalivajadusega ettevõtted. Aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhe laialdaselt kasutatav pankade võrdluses, kuna nende varad ja kohustused on bilansis hinnatud nii, et need on turuväärtusele üsna lähedased. (Zirnask, 2008, lk 27). P/B suhtarv esitatakse järgneva valemiga:

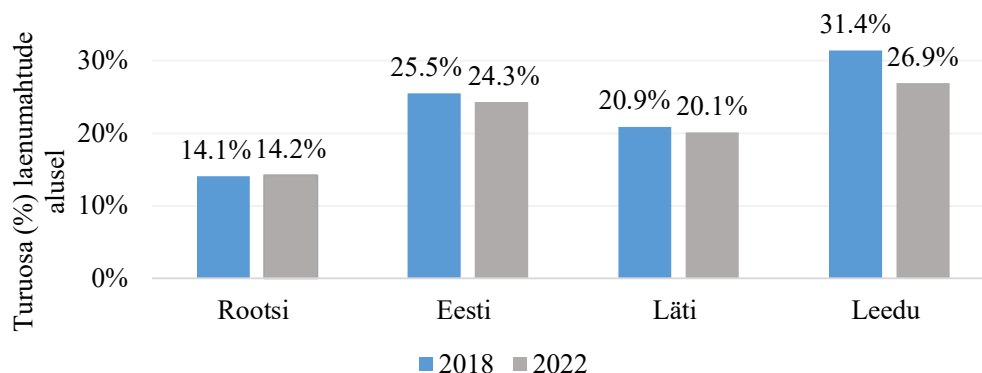
$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{aktsia raamatupidamislik hind}} \quad (5)$$

Madal P/B võib investoritele peegeldada, kas pank on alahinnatud või seda, et panga fundamentaalne väärtus on madal ning seda hinnatakse bilansilise väärtuse suhtes pessimistlikuma hinnaga. Samas võib tingimus toimida mõlemal viisil või mitte kummalgi. Seetõttu on investorite jaoks oluline, et nad teaksid vaadeldava väärtuse asjakohasust ja oskaksid ka ise fundamentaalselt analüüsida. (Chandra et al., 2017, lk 13) Gambacorta et al. (2020) kasutades 271 arenenud majandusega panga andmeid leidsid, et dividendide väljamaksete osakaal kasumist tõuseb mittelineaarselt, kui P/B suhtarv langeb alla 0,7. Sellest järeldus, et madalama P/B suhtega pankadel suurem kalduvus dividende maksta.

2. PANGANDUSKONTSERN SEB

2.1. SEB grupi tutvustus

SEB (Skandinaviska Enskilda Banken) on rahvusvaheline panganduskontsern, mis tegutseb nii Põhja- kui ka Baltimaades. SEB asutati 1856. aastal Rootsis ning peamisteks turgudeks on Rootsi, Norra, Taani, Soome, Eesti, Läti, Leedu, Saksamaa ja Inglismaa, kuid pakutakse teenuseid korporatiivklientidele ka Hollandis, Šveitsis ning Austrias. 16 500 töötajaga panganduskontsernil on kokku 4 miljonit eraklienti, 400 000 keskmise suurusega äriklienti, 2000 korporatiivklienti ning 1100 finantsinstitutsioonidest klienti. (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 3) Joonisel 1 on toodud SEB turuosad laenumahtude alusel koduturgudel 2018. ja 2022. aasta võrdluses. Võrdluses on näha kõige suurimat turuosa langustrendi Leedus, kuid laenumahtude alusel ollakse endiselt koduturgudel Rootsis, Eestis, Lätis kui ka Leedus suurimate pankade seas.



Joonis 1. SEB turuosad koduturgudel laenumahtude alusel %-des

Allikas: (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 85), autori koostatud joonis

SEB pakutavate teenuste seas on kõik igapäevapanganduse ja finantseerimise laenutooted alates hoiuste pakkumisest akreditiiv tehingute ja sündikaatlaenuideni välja. SEB erineb aga oma konkurentide seast, sest on suunitletud tugevalt ettevõtete pangandusele ning üle poole (55%) krediidiportfelligist koosneb peamiselt suurtest investeerimisjärgu ettevõtetest. Peamiselt on tegemist Põhjamaa ja Saksamaa klientidega erinevatest tööstusharudest, nendest suurim on töötlev tööstus. (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 85)

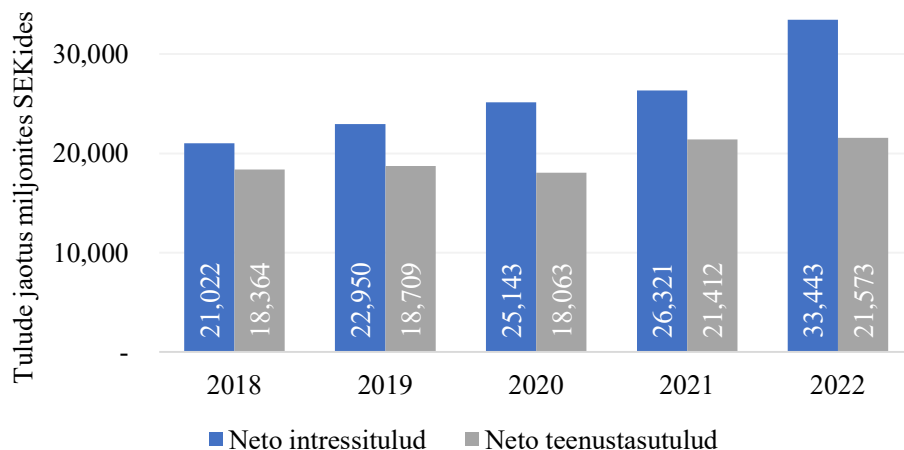
SEB Grupil on tugev ambitsioon olla eeskuju jätkusuutlikumale tulevikule üleminekul ja kiirendada inimeste, ettevõtete ja ühiskonna liikuvust jätkusuutlikuma tuleviku poole. Jätkusuutlikkuse suunas liikumise olulisemaks osaks on vastavate investeerimisotsuste tegemine. Pankadel on oluline ja proaktiivne roll keskkonna- ja ökoloogiliste seisukohtade võtmisel oma laenu põhimõtete osana, mis sunniks ettevõtteid tegema kohustuslikke investeringuid sobivamate jätkusuutlike investeringute osas (Kapoor et al. 2016, lk 71). SEB poolt pakutavatest investeerimisfondidest 90% ning pensionifondide investeringutest 70% on tehtud jätkusuutlikkuse põhimõtteid arvesse võttes (SEB Aastaruanne 2022, lk 5).

2.2. SEB grupi finantsanalüüs

Õiglase väärtuse hindamise kontekstis on finantsanalüüs õiglase väärtuse hindamise aluseks, kuna võimaldab objektiivselt andmetele baseerudes määrata varade ja kohustuste tegeliku väärtuse. Finantsaruannete analüüs hõlmab endast kasumiaruande ja bilansi vahelisi seoseid, seoste muutumisi vaadeldava aja jooksul ning võrdlust, et anda hinnang, kuidas on konkreetne ettevõtte tegutsenud võrreldes teiste sama valdkonna ettevõtetega (Al-Nasser, 2014, lk 1).

Pankade finantsanalüüsil tuleb arvestada, et kasumiaruande analüüs erineb enamikest tava ettevõtetest. Pangad teenivad raha mitmel erineval viisil, mõned kasutavad selleks traditsioonilisemaid, teised aga ebatraditsioonilisemaid pangandusstrateegiaid. Traditsiooniline lähenemine seisneb klientidele hoiuste ja teenuste pakkumises intresside ja tehinguteenuste eest ning teenides kasumit laenates neid rahalisi vahendeid maksejõulistele klientidele kõrgema intressimääraga. (DeYoung et al., 2004, lk 52) Üks tuntuim näide ebatraditsioonilistest strateegiatest on näiteks Grameen pank, kes annab toimetulekupiiril elavatele inimestele tagatiseta väikelaene. SEB panganduskontsern on aga üles ehitatud traditsioonilisele lähenemisele ehk kaasatakse klientide raha ja laenatakse see omakorda tugeva maksevõimega laenuaotlejatele välja.

Joonisel 2 on näha SEB Grupi viimase viie aasta neto intressi- ja teenustasutulud, kusjuures keskmine kasv on olnud tuluartiklite lõikes vastavalt 12,6% ja 4,4% aastas. Kõige suurem kasv on toimunud 2022. aastal kui grupi neto intressitulu ulatus 33 443 miljoni SEKini, mis on ligi 28%-line kasv võrreldes 2021. aastaga. See tulenes suuresti keskpankade intressimäärade tõstmisest, sest Rootsi keskpank tõstis intressimäärad 2,5%-lisele tasemele, mis mõjutas positiivselt nii laenude kui ka hoiuste marginaale (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 67).



Joonis 2. SEB Grupi netointressi- ja netoteenustasutulud aastatel 2018-2022 miljonites SEKides
Allikas: Autori koostatud joonis 2018-2022 SEB konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal

SEB Grupi kogu neto tegevustulu on vaadeldaval perioodil olnud samuti kasvutrendis ning võrreldes 2018. aastaga on neto tegevustulu kasvanud ligi 41%. Tulude kasvu on toetanud lisaks intressimäärade tõusule ka laenuportfelli järjepidev kasv, mis on välja toodud allolevas tabelis 2. Grupi krediidiportfell on kasvanud 2022. aastaks 3 086 miljardi SEKini, seega alates 2018. aastast on olnud keskmise krediidiportfelli kasv 7,6% aastas.

Tabel 2. SEB Grupi krediidiportfelli suurus miljardit SEKides perioodil 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Krediidiportfelli suurus	2 316	2 498	2 506	2 726	3 086
Aastane krediidiportfelli kasv %-des	7,7%	7,9%	0,3%	8,8%	13,2%

Allikas: Autori arvutused 2018-2022 SEB konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal

Pankade tulemuslikkuse mõõtmiseks sobivad sarnaselt tavapärastele ettevõtetele traditsioonilised tulemusnäitajad nagu varade tootlus ROA (*return on assets*), omakapitali tootlus ROE (*return on equity*) ja kulu-tulu suhe CIR (*cost-to-income ratio*). Lisaks jälgitakse tavaliselt pankade vahendusfunktsiooni olulisust silmas pidades netointressimarginaali NIM (*net interest margin*). (European Central Bank 2010, lk 8-9) SEB Grupi finantssuhtarvud on esitatud tabelis 3.

Tabel 3. SEB Grupi finantsuhtarvud %-des perioodil 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Varade tootlus ROA	0,9%	0,7%	0,5%	0,8%	0,8%
Omakapitali tootlus ROE	15,5%	13,0%	9,2%	13,2%	13,2%
Kulu ja tulu suhe CIR	47,8%	45,8%	45,8%	42,6%	38,8%
Netointressimarginaal NIM	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%

Allikas: Autori arvutused 2018-2022 SEB konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal

Varade tootlus ROA näitab kasumit iga varasse investeeritud ühe euro kohta, seega peegeldab ROA kui efektiivselt ettevõtte oma varasid kasutab. Perioodil 2018-2022 kõikus SEB Grupi varade tootlus vahemikus 0,5-0,9%, edestades sellega Euroopa pangandussektori keskmist, milleks oli ülemaailmse andme- ja äriteabe platvormi Statistika andmetel vahemik 0,2-0,5% (perioodil 2018-2022). Samas jäi 2022. aastal SEB Grupi varade tootlus Balti ja Skandinaavia suurima konkurendi Swedbank Grupiga samale tasemele (0,8%). Kuigi SEB Grupi varade mahud ja müügitulud on kogu vaadeldava perioodi vältel kasvanud, siis 2019. ja 2020. aasta märgatavalt madalamad ROA suhtarvud tulenesid madalamatest puhaskasumitest, mis oli peamiselt mõjutatud eeldatavate neto krediidikahjumite suurenemistest seoses COVID-19 mõjudega.

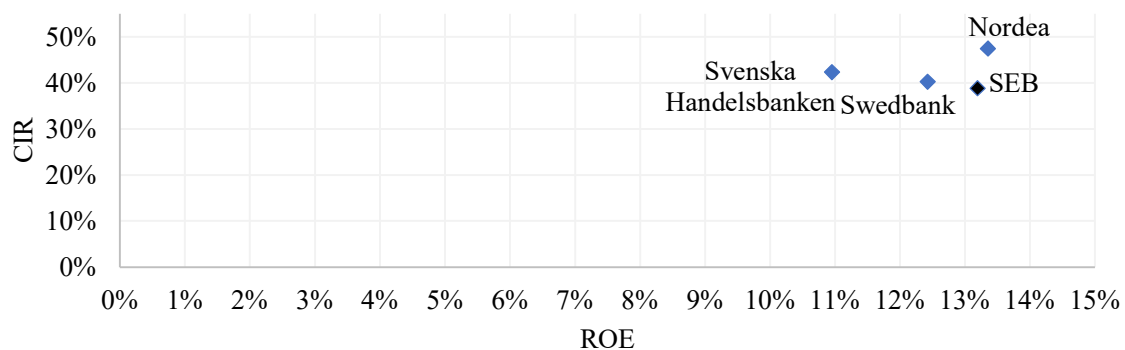
Omakapitali tootlus ROE on tulemusnäitaja, mis näitab kui efektiivselt kasutatakse ettevõtte omakapitali. ROE suhtarvu käsitlev kirjandus näitab, et kõrgema ROE suhtarvuga ettevõtetel on sageli mõni konkurentsieelis, mis võimaldab saada suuremat kasumit ja tagab seeläbi investoritele suuremat tulu (Bunea et al., 2019, lk 1). Seega pankadevaheline ROE kõikumine viitab erinevustele tegevusprotsessides, samas aga ROE kõikumised erinevatel perioodidel konkreetse panga piires on tingitud makrokeskkonna teguritest, mis üldjuhul mõjutavad kogu majandusharu (Jitmaneroj et al., 2023, lk 8). Vaadeldaval perioodil on madalaimal 9,2%-lisel tasemel olev ROE tingitud 2020. aastal makromajandust negatiivselt mõjutanud COVID-19 pandeemiast. SEB Grupi pikaajaliseks eesmärgiks oleva jätkusuutliku omakapitali 15%-list tootlust ei ole veel saavutatud, kuid 2022. aasta lõpuseisuga on SEB Grupi ROE siiski adekvaatsel 13,2%-lisel tasemel.

Üks tõhusamaid meetodeid finantsinstitutsioonide tegevuse efektiivsuse hindamiseks on kulu-tulu suhe CIR, kus madalam suhtarv tähendab panga jaoks suuremat efektiivsust. Kulutõhusus annab finantsasutusele paindlikkuse siseneda uutele turgudele, pakkuda klientidele uusi tooteid või tehnoloogiaid või maksta aktsionäridele kõrgemaid dividendide. Lisaks annab see eelise konkurentide ees, sest võimaldab pakkuda oma klientidele parima hinnaga teenuseid. Teisalt madal

kuluefektiivsus piirab valikuvõimalusi turul ning muudab panga majanduse keerulistel aegadel või finantskriisi ajal hapramaks. (Hussain, 2014, lk 225)

Kulu-tulu suhtarv võrdleb panga tegevuskulusid tegevustuludega ehk suhtarvu leidmiseks jagatakse panga kulud, mis ei ole seotud intressituludega, panga tuludega. Euroopa Keskpanga andmetel oli 2022 aastalõpu seisuga üle 200 miljardi euro varade suurusega pankade keskmine kulu-tulu suhe 63,1% (European Central Bank 2022, lk 15). Ajalooliselt on jae- ja kommertspankade kulu-tulu suhe jäänud vahemikku 30–50%, investeerimispankadel vahemikku 60–80%, mis on tingitud investeerimispankade poolt pakutavatest kõrgematest tööjõukuludest ning töötajatele pakutavatest erisoodustustest ehk hüvitistest. (Chen, 2014, lk 6). Perioodil 2018-2022 on SEB suutnud järjepidevalt kulu-tulu suhet parandada ning näitaja on jäänud alla 50%, kusjuures madalaim kulu-tulu suhe oli 2022. aastal, mis oli tingitud tegevustulu 18%-lisest kasvust kui samal ajal tegevuskulud kasvasid vaid 8% võrra.

Joonisel 3 on toodud omakapitali tootluse ja kulu-tulu suhtarvude võrdlus peamiste Skandinaavia konkurentidega (Swedbank, Svenska Handelsbanken, Nordea Bank). Danske on samuti konkurent turul, kuid nende 2022. aasta puhaskasum oli negatiivne seoses provisjonidega summas 13 800 miljonit taani krooni, mistõttu kujunes 2022. aasta ROE negatiivseks ja seetõttu ei ole ka pank võrdlustabelis esitatud. Samuti oli Danske panga kulu-tulu suhe oli 2022. aasta lõpuseisuga 62%-sel tasemel, jäädes kuluefektiivsuses teistele konkurentidele alla. Kuluefektiivsuses on SEB parima näitajaga, järgneb Swedbank 40%-lise kulu-tulu suhtarvuga. Nordea pank ületab 13%-lise omakapitali tootlusega SEB-d, samas kui teised kolm konkurenti jäävad omakapitali tootlusega SEB-st alla.



Joonis 3. ROE ja CIR suhtarvude võrdlus SEB peamiste konkurentidega 31.12.2022 seisuga

Allikas: Koostatud autori poolt ettevõtete 2022. aasta konsolideeritud finantsaruannete põhjal

Netointressimarginaal on puhta intressitulu suhe intressiteenivate varade kogusummasse. SEB grupi netointressimarginaalid on vaadeldaval perioodil olnud stabiilsed, vaid 2022. aastal on marginaal tõusnud 0,1 protsendipunkti võrra ja on seotud keskpankade tõstetud intressimääradega. Ka Nguyen et al. (2020) leidsid oma uurimuses Vietnami pankade näitel, et kõrgemad rahapoliitilised intressimäärad suurendavad netointressimarginaale, samas aga liigne likviidsus vähendab netointressimarginaale ja nõrgendab rahapoliitiliste intressimäärade positiivset mõju netointressimarginaalidele. Põhjus peitub selles, et ülemäärase likviidsuse korral hakkavad pangad laenuintresse alandama, et suurendada laenude pakkumist. See aga mõjutab negatiivselt netointressimarginaale ja muudab rahapoliitika ülekande vähem tõhusaks, kui intressimäärad tõusevad.

2023. aasta kolmandas kvartalis suutis SEB AB võrreldes 2022. aasta kolmanda kvartaliga tegevustulu suurendada 21% võrra ehk 21 miljardi SEKini ning puhastulu suurendada 45% võrra. Kulude vähendamise tulemusena on ka kulu-tulu suhe vähenenud 33%-lisele tasemele, omakapitali tootlus on 19,8%-lisel tasemel ja varade tootlus adekvaatsel 0,7%-lisel tasemel. Käesolevast peatükist tervikuna selgub, et SEB AB on pangandussektoris stabiilne turuosaline ning on suutnud viimasel viiel aastal mõõdukalt kasvatada tulusid ja seda mitte vaid üleüldise intresside tõusu najal, vaid ka kasvatades krediidiportfelli keskmiselt 7,6% aastas. SEB AB näol on tegemist pikaajalise ajalooga pangaga ning puhaskasumi stabiilne kasv indikeerib aktsionäridele ka suuremaid väljamakstavaid dividende. Võrreldes teiste Skandinaavia konkurentidega tegutseb SEB AB kuluefektiivsemalt ning varade ja omakapitali tootlus on pärast pandeemiat taastunud adekvaatsele ja konkurentsivõimelisele tasemele.

2.3. SEB AB aktsia

SEB AB on alates 2004. aastast noteeritud Nasdaq OMX Stockholm börsil. SEB AB aktsiad jagunevad tüübi järgi A- ja C-klassi aktsiateks, kus iga A-klassi aktsia annab aktsiaomanikule ühe hääle ja C-klassi aktsia 1/10 häälest. C-tüüpi aktsiate kauplemismahud on aga piiratud ning nende arv moodustab vaid 1,1% kogu panga aktsiakapitalist (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 71). Rootsis on levinud, et ettevõttel on kaht tüüpi lihtaktsiad, millel on erinevad hääleõigused ning see kujunes välja aegadel, kui ettevõtte asutajad ja suuromanikud soovisid ettevõtte kapitali suurendada, kuid ei soovitud kaotada kontrolli ettevõtte üle (Zirnask, 2008, lk 14).

SEB AB suurimateks aktsionärideks on Investor AB (osalusega 20,9%), Alecta (osalusega 5,8%) ning Swedbank Robur Funds (osalusega 4,5%). Suurima osalusega Investor AB on Rootsi investeerimis- ja valdusettevõtte, mille asutajaks nagu ka SEB AB-l, on Wallenbergide perekond. 31.12.2022 seisuga on SEB AB-l kokku 2 178 721 934 aktsiat ja aktsionärid jaotuvad Rootsi ja välismaiste investorite vahel vastavalt 74% ja 26%, kusjuures Rootsi investoritest üle pooled (56%) on institutsionaalsed investorid. (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 91).

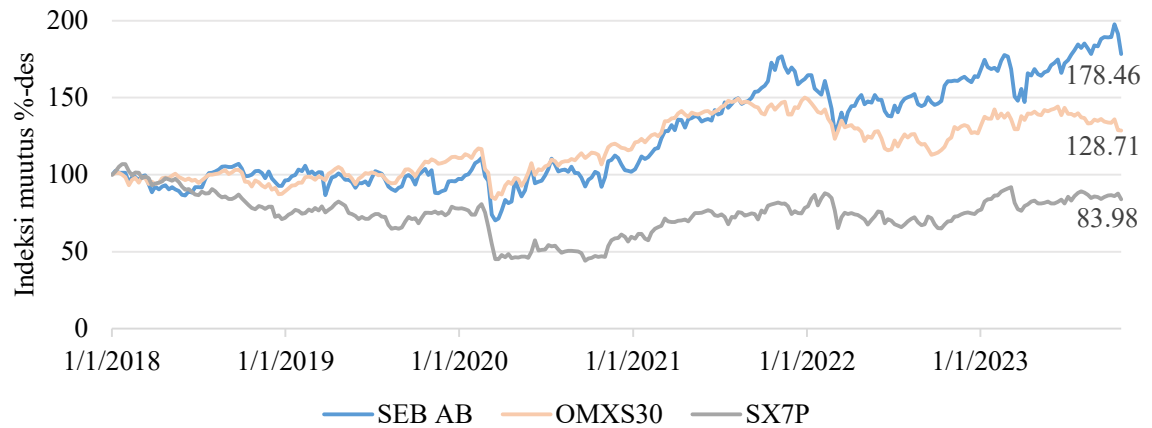
SEB AB on regulaarne dividendimaksja ning dividendipoliitika eesmärk on maksta välja iga-aastast dividendi, mis moodustab vähemalt 50% puhaskasumist, mis kombineeritakse aktsiate tagasiostuga, kui ületatakse kapitali sihtpuhver. (SEB Annual and Sustainability Report 2022, lk 73) 2022. aastal maksti aktsionäridele välja 6,75 SEK-i suurust dividendi aktsia kohta, mis on ligikaudu 51% ettevõtte 2022. aasta puhaskasumist. Aktsiaanalüüsil laialdaselt kasutatav aktsia hinna ja kasumi suhe P/E (*price-to-earnings ratio*) võimaldab hinnata aktsia hinda ettevõtte tulusega ning tabelis 5 on näha, et aktsia hind võrreldes kahe peamise konkurendiga on kallim ja 2022. aasta seisuga tuli investoritel 1€ kasumi teenimiseks investeerida SEB AB aktsiasse 0,4€ enam võrreldes konkurentidega. P/E suhtarvude leidmisel on kasutatud pankade aktsia turuhinda ja kasumit aktsia kohta aastalõpu seisuga.

Tabel 5. P/E suhtarvud perioodil 2018-2022 võrdluses SEB AB konkurentidega

	2018	2019	2020	2021	2022
Swedbank AB	10,5	7,9	12,5	9,8	9,1
SEB AB	8,1	9,4	11,6	10,7	9,5
Nordea Bank Abp	9,6	19,1	12,1	11,4	9,1

Allikas: Autori arvutused pankade konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal

Konkreetse ettevõtte aktsia hinna analüüsil võrreldakse aktsia hinna liikumist mõne asjakohase indeksiga, mis iseloomustab üldist arengusuunda turul või turuosal ning indikeerib, kas ettevõtte aktsiahinna liikumised on seotud trendidega turul või ettevõtte spetsiifiliste teguritega. Joonisel 4 on SEB AB võrdluses Rootsi aktsiaaindeksiga OMXS30 ning Euroopa pankade võtmeindeksiga SX7P. OMXS30 indeks koosneb 30-st Rootsi turul enim kaubeldavast ettevõttest ning SX7P indeks koondab enda alla 600 Euroopa pangandussektori aktsiat. Hinnaliikumiste paremaks illustreerimiseks on joonisel 4 esitatud korrigeeritud sulgemishindadega joongraafik perioodil 01.01.2018 kuni 23.10.2023, kus indeksiks on võetud 2018 aasta (01.01.2018 =100).



Joonis 4. SEB AB, OMXS30 ja SX7P indeksid perioodil 01.2018-10.2023

Allikas: Autori koostatud joonis Yahoo! Finance andmete alusel

Joonisel 4 näeme, et kogu vaadeldaval perioodil on SEB AB aktsia hind edestanud Euroopa keskmist, samas kuni 2022. aastani on SEB hinnaliikumised olnud sarnased Rootsi üldise turuga, jäädes siiski pisut OMXS30 indeksist madalamale. 2023. aastal uuriti pankade aktsiahinna liikumisi 269 Euroopa Keskpanga rahapoliitika teadaannete mõjul perioodil 1999-2020 ning tulemustest selgus, et Euroopa Keskpanga poolt kehtestatud negatiivsed intressimäärad mõjutasid pankade aktsiahindu. Negatiivsete intressimäärade pikaajaline periood mõjutas pankade tegevust hoiuste madalamate intressimäärade läbi ning panga aktsiad olid seega negatiivsete intressimäärade korral laiemal aktsiaturuga võrreldes ebasoodsamas olukorras. (Bats et al., 2023, lk 23) Alates 2022. aasta keskpaigast kui keskpangad alustasid intressitõsteid, on näha positsioonide muutust ning Rootsi makrokeskkonna nõrgenemise tõttu edestas SEB AB Rootsi turu OMXS30 indeksit märgatavalt.

3. SEB AB ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. SEB AB kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamiseks SEB AB õiglase väärtuse leidmisel prognoositakse tulevased potentsiaalsed dividendid perioodiks 2024 kuni 2028 ning baasaastaks on 2023. Potentsiaalsed dividendid diskonteeritakse tänasesse päeva ning liidetakse juurde omakapitali terminaalväärtus, mille eelduseks on dividendide stabiilne kasv tulevikus. Nagu varasemalt kirjeldatud tegutsevad pangad rangelt reguleeritud raamistikus, mis omakorda mõjutab väljamakstavaid dividende ning seetõttu tuleb dividende prognoosides hinnata panga regulatiivset kapitali. Rootsi pankadele kohaldatavad kapitalinõuded on kehtestatud Euroopa Liidu määruse ja direktiividega läbi Rootsi kapitali adekvaatsuse seaduse ning pankade järelevalveasutuste poolt.

Kehtestatud kapitali adekvaatsuse regulatsioonide peamine eesmärk on kaitsta hoiustajate huve, vältida pankade maksejõuetust ning tugevdada järelevalvet ja riskijuhtimist (Blum ja Hellwig, 1995, lk 741), kusjuures konservatiivsemad pangad oma hoiavad regulatiivse kapitali suhtarvu regulatiivsest miinimumist kõrgemal. Kuna riskantsemate varade puhul peab pank eraldama rohkem kapitali ja vastupidi, siis kohandatakse reguleeritud varade väärtus riskiga (Damodaran, 2013, lk 8). SEB AB kapitaliadekvaatsus koosneb Baseli III raamistiku alusel kahest tasemest: 1. taseme kapital CET1 (*Common Equity Tier 1*) ja AT1 (*Additional Tier 1*) ning 2. taseme kapital T2 (*Tier 2*). Alates 29. detsembrist 2020. aastal hakkasid Rootsi pankadele kehtima ka uued kapitalinõuded, sest Euroopa Liidu panganduse pakett võeti Rootsi seadustesse üle. CET1 kapitali nõue koosneb neljast põhiosast: 1. samba miinimumnõue 4,5%; 2. samba nõuded (P2R); kombineeritud puhvri nõue ja 2. samba juhised (P2G) (SEB Annual and Sustainability Report 2022). Käesoleva hindamise analüüsil on 1. taseme kapital olulisem, sest see võimaldab pankade tegevuse jätkamist, kui majanduse olukord halveneb.

2022. aasta lõpu seisuga oli SEB AB riskivarade suurus kasvanud 716 498 miljoni SEKini peamiselt ettevõtete krediidiportfelli kasvu, tururiski ja valuutakursi mõjude tõttu ning perioodil

2018-2022 on keskmiseks riskivarade kasvumääraks olnud 7,3%. 2023. aasta kolmandas kvartalis oli riskivarade suurus kasvanud 919 298 miljoni SEKini, seega 2023. aasta lõpu eeldatavaks riskivaradeks aastast 7,3%-list kasvu prognoosida on adekvaatne. SEB AB on stabiilne ja küps ettevõtte, kelle strateegia ja äriplaan keskenduvad pigem stabiilsele kasvule kui suurele laienemisele. Seega on prognoositav kasvumäär riskivaradele alates 2024. aastast 5% aastas võttes arvesse ka mõõdukat krediidiportfelli kasvu, kuid samas ka ebaselget majanduse olukorda. Prognoositava perioodi riskivarad ja kasvumäärad on esitatud tabelis 6.

Tabel 6. SEB AB riskivarad ja riskivarade kasvumäärad perioodil 2022-2028P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Riskivarad (mln SEK)	859 320	902 286	947 400	994 770	1 044 509	1 096 734	1 151 571
Riskivarade kasvumäär (%)	9,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Allikas: Autori arvutused

Riskivaradele lisaks on vajalik prognoosida kapitalinõue. SEB AB esimese taseme omavahendite osakaal (Tier 1) oli 2022. aastal 19%, 2023. aasta kolmandas kvartalis 18,9% ning viimase viie aasta kapitalinõue olnud samuti keskmiselt 19%, mida võetakse ka kapitali adekvaatsuse prognoosi sisendiks. Kapitali adekvaatsus miljonites SEKides prognoositaval perioodil on esitatud tabelis 7.

Tabel 7. SEB AB kapitalinõue ja adekvaatsus perioodil 2022-2028P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Riskivarad (mln SEKides)	859 320	902 286	947 400	994770	1 044 509	1 096 734	1 151571
Kapitali adekvaatsus (%), Tier 1 kapital	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Kapitalinõue (mln SEKides)	163 271	171 434	180 006	189 006	198 457	208 380	218 798

Allikas: Autori arvutused

Potentsiaalsete dividendide jaoks on vaja prognoosida ka puhaskasum, mis võimaldab hinnata tuleviku omakapitali, sest omakapital suureneb või väheneb vastavalt eelmise perioodi puhaskasumi võrra. Puhaskasumi prognoosimiseks koostatakse kasumiaruanne, et prognoosida täpsemini kulu- ja tuluartikleid, mille tulemusena leitakse prognoositava perioodi puhaskasumid.

Tegevustulude komponentide prognoos on esitatud tabelis 8. Intressitulu prognoosil on võetud arvesse nii intressimäärade kui krediidiportfelli muutust.

Tabel 8. SEB AB tegevustulud miljonites SEKides ja kasvumäärad %-des aastatel 2022-2028P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intressitulu	56 150	74 118	74 118	76 342	78 632	80 991	83 420
<i>Aastane muutus %-des</i>	79%	32%	0%	3%	3%	3%	3%
Intressikulu	-22 707	-26 908	-28 253	-29 242	-30 266	-31 325	-32 421
<i>Aastane muutus %-des</i>	330%	19%	5%	4%	4%	4%	4%
Puhas intressitulu	33 443	47 210	45 865	47 099	48 366	49 666	50 999
<i>Aastane muutus %-des</i>	28%	41%	-3%	3%	3%	3%	3%
Teenustasutulu	27 637	28 466	29 035	29 616	30 208	30 813	31 429
<i>Aastane muutus %-des</i>	6%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Tasu- ja vahendustasu kulu	-6 064	-6 913	-7 017	-7 122	-7 229	-7 337	-7 447
<i>Aastane muutus %-des</i>	22%	14%	2%	2%	2%	2%	2%
Puhas teenustasutulu	21 573	21 553	22 019	22 494	22 980	23 475	23 982
<i>Aastane muutus %-des</i>	2%	0%	2%	2%	2%	2%	5%
Puhas finantstulu	9 314	10 152	10 152	10 152	10 152	10 152	10 152
<i>Aastane muutus %-des</i>	13%	9%	0%	0%	0%	0%	0%
Muu puhastulu	258	1 081	258	258	258	258	258
<i>Aastane muutus %-des</i>	57%	319%	0%	0%	0%	0%	0%
Tegevustulu kokku	64 588	79 997	78 294	80 004	81 756	83 552	85 391
<i>Aastane muutus %-des</i>	16%	24%	-2%	2%	2%	2%	2%

Allikas: Autori arvutused

Kõrgemad laenuintressid, madalam laenuõudlus ja karmimad laenustandardid mõjutavad laenumahte negatiivselt, mis omakorda mõjutab pankade tulusid. Eelduste kohaselt on aga intressimäärad jõudnud 2023. aasta novembriks tippasemeni ning rohkem intressitõsteid keskpankade poolt 2023. aastaks ei oodata. SEB AB 2023. aasta lõpuks prognoositav puhaskasum on 80 miljardit SEK-i ehk võrreldes 2022. aastaga 24%-line kasv eeldusel, et intressimäärad jäävad aasta lõpuni muutumatuks. Lisaks on hindamise hetkeks teada SEB AB 2023. aasta 9 kuu puhaskasum, milleks oli 60 miljardit SEK-i. 2024. aastaks prognoositakse muutumatut intressitulu. Pikemas perspektiivis on näha SEB poolt pakutavate swapimäärade alusel intressikeskkonna normaliseerumist. Näiteks on võimalik 7. detsembri 2023. aasta seisuga intressimäär turul võimalik fikseerida swapimäärade alusel viieks aastaks 2,64%-lisel tasemel ehk oodatakse intressimäärade märkimisväärset langust ajas.

Baasintressimäärade kasvu taustal on tõusnud ka pankade poolt pakutavate hoiuse intressid, seega kapitali hind on kallinenud ja hoiuste intressimäärade suurem tõus mõjutab intressimarginaale ja seega ka pankade kasumlikkust. Samas on ECB finantsstabiilsuse ülevaates (ECB Financial Stability Review, 2023) toodud välja, et intressimäärade ülekandumine pankade hoiustajatele jääb märkimisväärseks ainult tähtajaliste hoiuste puhul, mis on vaid väike osa hoiustest. Kuna nõudmiseni hoiustele ehk hoiustajate kontodel seisvale rahale on intressid oluliselt väiksemad kui pikaajalistele tähtajalistele hoiustele, siis seetõttu on kapitali hinna suurenemine hoiuste tõttu marginaalne.

Tegevuskulude prognoos on esitatud tabelis 9, kus esimeseks komponendiks on tööjõukulud. Tööjõukulud on viimastel aastatel olnud surve all ning Eurostat andmetel tõusid 2023. aasta teises kvartalis tööjõutunnikulud Euroopa Liidus 5% võrreldes eelmise aasta sama kvartaliga. Finants- ja pangandussektoris on palgatasemed keskmisest kõrgemal tasemel ning seega ka palgasurve suurem. SEB AB tööjõukulud on 2023. aasta 9 kuu seisuga kasvanud 13 miljardi SEKini, mis on 11% kasv võrreldes 2022. aasta 9 kuuga. Võttes arvesse 2023. aasta tehtud tööjõukulusid, on käesolevaks aastaks prognoositav tööjõukulude kasv 9% võrreldes 2022. aastaga ning edasisteks prognoositavateks perioodideks on eeldatav palgakulu 6% aastas. Muude kulude on alates 2024. aastast 4% aastas, võttes konservatiivselt arvesse nii inflatsiooni kui muude kulude suurenemist. Põhivara kulum on ajalooliselt püsinud stabiilsena ning aastaaruandest ei selgu ka laienemisplaanideks tehtavaid tulevasi investeeringuid, seega investeeritakse peamiselt olemasolevate investeeringute hooldamiseks (*maintenance investments*).

Tabel 9. SEB AB tegevuskulud miljonites SEKides ja kasvumäärad %-des aastatel 2022-2028P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Tööjõukulud	-15 980	-17 418	-18 376	-19 387	-20 453	-21 578	-22 765
<i>Aastane muutus %-des</i>	4%	9%	6%	6%	6%	6%	6%
Muud kulud	-6 986	-7 615	-7 919	-8 236	-8 566	-8 908	-9 264
<i>Aastane muutus %-des</i>	21%	9%	4%	4%	4%	4%	4%
Põhivara kulum	-2 078	-1 995	-2 055	-2 116	-2 180	-2 245	-2 313
<i>Aastane muutus %-des</i>	-2%	-4%	3%	3%	3%	3%	3%
Tegevuskulud kokku	-25 044	-27 028	-28 350	-29 739	-31 199	-32 732	-34 342
<i>Aastane muutus %-des</i>	8%	8%	5%	5%	5%	5%	5%

Allikas: Autori arvutused

Lõpliku puhaskasumi leidmiseks on kasumiaruande prognoosiks vaja leida veel eeldatav krediidikahjum ning tulumaks, mille prognoositavad väärtused on esitatud tabelis 10.

Proгноositavad eeldatavad krediidikahjumid on 2023. ja 2024. aastaks suuremad võrreldes 2022. aastaga, sest intressimäärade tõus mõjutab klientide maksevõimet viitega, sest üldjuhul on nii ettevõtetal kui erasikutel kogutud sääste, millega esmaseid suurenenud intressikuluseid katta. Kuigi eelduseks on progноositaval perioodil intressimäärade taandumine madalamale tasemele, püsivad eelduste kohaselt intressimäärad siiski ka 2024. aastal kõrgel tasemel. Kehtestatud lõivud ning võrreldavust mõjutavad üksused jäetakse progноosi lihtsustamiseks muutumatutena. Tulumaksu progноosimisel kasutatakse SEB AB tavapärasel praktikal maksta 50% eelmise aasta puhaskasumist aktsionäridele dividendidena, millest arvestatav keskmine tulumaksuäär on 19%.

Tabel 9. SEB AB muud kulud miljonites SEKides ja kasvumäärad %-des aastatel 2022-2028P

Muud kulud	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Neto eeldatav krediidikahjum	-2 007	-2 810	-1 967	-1 573	-1 573	-1 573	-1 573
<i>Aastane muutus %-des</i>	294%	40%	-30%	-20%	0%	0%	0%
Kehtestatud lõivud: riskimaks ja kriisilahendustasud	-2 288	-2 288	-2 288	-2 288	-2 288	-2 288	-2 288
Võrreldavust mõjutavad üksused	-1 399	-1 399	-1 399	-1 399	-1 399	-1 399	-1 399
Ärikasum	33 850	46 472	44 290	45 004	45 297	45 560	45 789
<i>Aastane muutus %-des</i>	10%	37%	-5%	2%	1%	1%	1%
Tulumaks	-6 861	-9 271	-4 650	-3 667	-3 824	-3 836	-3 859
<i>Aastane muutus %-des</i>	26%	35%	-50%	-21%	4%	0%	1%
Puhaskasum	26 989	37 201	39 640	41 337	41 473	41 723	41 929
<i>Aastane muuts %-des</i>	6%	38%	7%	4%	0%	1%	0%

Allikas: Autori arvutused

Kokkuvõttes on progноositaval perioodil oodata SEB AB kontserni kasumlikkuse suurenemist, mis on eelduseks ka ROE 15%-lise jätkusuutliku taseme säilitamiseks. Lisaks on eelduseks riskivarade mõõdukas kasv, mille eesmärk on eelkõige kasumi suurendamine. Samas on progноosides hoitud pigem konservatiivset vaadet, sest ka SEB AB näol on tegemist siiski konservatiivse ja stabiilse pangaga.

Eeltoodud eeldustele tuginedes kasvavad tegevuskulud progноositaval perioodil keskmiselt 5% aastas, mille tulemusena on progноositava perioodi kulu-tulu suhe adekvaatses 33%-40%-lises vahemikus, mis on ajaloolist kulu-tulu suhtarvu arvesse võttes adekvaatne progноos. ROA suhtarvud riskivarade suhtes on progноositaval perioodil 4% lähedal, mis on üldiselt pigem madal tase, kuid ajaloolisi suhtarve vaadates ning progноosi sisendeid arvesse võttes normaalne tase.

Proгноosimaks maksimaalseid dividendide aktsia kohta, on vaja leida kapitali ülejääk. Selleks leitakse prognoositavate perioodide omakapital, kus iga perioodi omakapital suureneb eelmise perioodi puhaskasumi võrra ning mida korrigeeritakse varasema perioodi väljamakstavate dividendidega ehk kapitali ülejäägiga. Prognoositavad kapitali ülejäägid on toodud tabelis 10.

Tabel 10. SEB AB kapitali ülejääk ja sisendid miljonites SEKides perioodil 2022-2028P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Puhaskasum	26 989	37 201	39 640	41 337	41 473	41 723	41 929
Omakapital	204 523	200 472	211 074	207 006	228 301	238 001	248 130
Kapitalinõue	163 271	171 434	180 006	189 006	198 457	208 380	218 798
Kapitali ülejääk	41 252	29 037	31 068	20 178	32 023	31 801	31 510

Allikas: Autori arvutused

Prognoositavate perioodide kapitali ülejääk on seega maksimaalne aktsionäridele väljamakstav dividendide summa. Dividend aktsia kohta leitakse kapitali ülejäägi jagamisel aktsiate koguarvuga, mis on 2023. aasta seisuga 2 179 miljonit aktsiat. 2023. aasta maksimaalne võimalik dividend aktsia kohta oli 13,33 SEK-i, kuigi tegelik väljamakstav dividend oli 6,75 SEK-i aktsia kohta. See tähendab, et 2024. aasta kapitali ülejääk on korrigeeritud tegelikkuses mitte välja makstud kapitali ülejäägiga ehk 12,18 SEK-i võrra aktsia kohta. Maksimaalsed võimalikud dividendid aktsia kohta prognoositaval perioodil on esitatud tabelis 11.

Tabel 11. SEB AB maksimaalsed dividendid aktsia kohta SEKides perioodil 2022-2028P

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2027E
Kapitali ülejääk (miljonites SEKides)	41 252	29 037	45 406	20 178	32 023	31 801	31 510
Aktsiate arv (miljonites)	21 79	2 179	2 179	2 179	2 179	2 179	2 179
Maksimaalne dividend aktsia kohta SEKides	18,93	13,33	20,84	9,26	14,70	14,59	14,46

Allikas: Autori arvutused

Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse CAPM-i mudelit, mis on esitatud töö esimeses peatükis valemiga 3. Omakapitali hinna määramisel kasutatakse riskivaba tulumäärana Rootsi 10-aastase valitsuse võlakirjade tootlust, mis on leitav OECD andmebaasist. 2023. aasta oktoobrikuu lõpu seisuga oli Rootsi 10-aastase valitsuse võlakirjade tootlus ehk CAPM-i sisendiks võetav riskivaba tulumäär on 3,02%.

Kuigi suurim osa tulust genereeritakse Rootsis, siis võimalikult täpse lõpptulemuse saamiseks lähtutakse riigi riskipreemia leidmisel SEB AB kõikidest peamistest turgudest, milleks on Rootsi, Norra, Taani, Soome, Eesti, Läti, Leedu, Saksamaa ja Inglismaa. Riigi riskipreemia leidmisel võetakse arvesse peamised turud ning leitakse nende kaalutud keskmine võttes arvesse 2022. aasta tulude osakaalu. Turu riskipreemia leidmiseks kasutatakse Aswath Damodarani andmebaasi, mille kõige hiljutisemad andmed on uuendatud 26. juuli 2023. aasta seisuga. Andmebaasi riigi riskipreemia hõlmab enda alla poliitilise struktuuri, korrupsiooni, sõja ning seaduslikud asjaolud. Peamiste turgude riigi riskipreemiad, 2022. aasta tulud ja nende osakaalud on esitatud tabelis 10 ning nende baasil leitud keskmiseks riigi riskipreemiaks on 0,16%. Seega kujuneb riigi riskipreemiaga korrigeeritud riskivaba tulumäär 3,18%-liseks.

Tabel 10. SEB AB peamiste turgude riigi riskipreemiad ja tulude osakaal

	Riigi riskipreemia	Tulude osakaal
Rootsi	0,00%	53,0%
Norra	0,00%	8,8%
Taani	0,00%	5,0%
Soome	0,61%	3,3%
Eesti	1,07%	2,8%
Läti	1,82%	1,9%
Leedu	1,25%	4,1%
Saksamaa	0,00%	3,2%
Inglismaa	0,91%	3,1%
Kaalutud keskmine riskipreemia	0,16%	

Allikas: Autori arvutused

Turu riskipreemia leitakse Aswath Damodarani andmebaasi alusel, milleks on 1. novembri 2023. aasta seisuga 4,39%. Beetakordaja, mis kirjeldab turu riskantsust, leiti esmalt pangandussektori baasil. Aswath Damodarani andmebaasi alusel on regionaalpankade arenevate turgude volatiilsusega korrigeeritud beetakordaja 2023. aasta jaanuari seisuga 0,51, mis tähendab seda, et Euroopa pankade keskmine risk jääb alla turu keskmise. Samas on SEB AB beetakordaja Yahoo! Finance andmetel 0,84, mis näitab omakorda seda, et SEB AB aktsia tururisk jääb Euroopa keskmisest madalamale. Antud väärtust kasutatakse ka omakapitali hinna arvutamise sisendina.

Kõik CAPMi mudeli sisendite näitajate leitud väärtused ja allikad on esitatud tabelis 11 ning nende põhjal leitud lõplikuks omakapitali hinnaks kujunes 7,44%.

Tabel 11. CAPMi mudeli sisendite väärtused, allikad ja lõplik omakapitali hind

	Väärtus	Allikas
Riigi riskipreemiaga korrigeeritud riskivaba tulumäär (%-des)	3,02%	Autori arvutused
Beetakordaja	0,84	Yahoo! Finance
Turu riskipreemia (%-des)	4,39%	Aswath Damodarani andmebaas
Omakapitali hind	7,44%	Autori arvutused

Allikas: Autori arvutused

Omakapitali terminaalkväärtuse arvutamiseks baseerutakse töö valemile 1, mille sisendiks on dividend prognoositaval 2028. aastal, diskontomäär ja kasvumäär. Maailmapanga andmetel on viimase 10 aasta majanduskasv olnud keskmiselt 2,23%. Eesti Rahandusministeeriumi pikaajaline prognoos 2070. aastani on näiteks aga 1,6%. Arvestades majanduse ebaselget olukorda, siis kasutatakse terminaalkväärtuse sisendina konservatiivsemat 1%-list pikaajalist majanduse kasvumäära. Terminaalkväärtuse lõpptulemuseks kujuneb neid sisendeid arvesse võttes 224,55 SEK-i aktsia kohta.

Tabel 12. SEB AB aktsia õiglase väärtuse leidmine SEKides diskonteeritud rahavoogude meetodil

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	TV
Maksimaalsed dividendid	13	19	13	21	9	15	225
Diskonteeritud rahavood	13	18	12	19	9	14	209

Allikas: Autori arvutused

SEB AB aktsia õiglase väärtuse leidmiseks diskonteeritakse prognoositavad dividendid ja omakapitali terminaalkväärtus tänasesse päeva. Tabelis 12 on toodud maksimaalsed dividendid, omakapitali terminaalkväärtus ning nende diskonteeritud väärtused, mille alusel kujuneb SEB aktsia õiglaseks väärtuseks 223 SEK-i. Seisuga 17.11.2023 oli SEB AB aktsia turuhind 126 SEK-i, millest järeldub, et diskonteeritud rahavoogude meetodil on aktsia 97 SEK-i alahinnatud.

Nagu Penman (1998) välja tõi, siis terminaalkväärtus mõjutab oluliselt lõplikult õiglase väärtuse hinnangut ning sisendite arvulised väärtused on vaieldavad. Seega viidi läbi ka sensitiivsusanalüüs, et näha, kuidas terminaalkväärtuse sisendiks olevate diskontomäära ja kasvumäära muutumisel õiglase väärtuse väärtus muutub. Tabelis 13 on esitatud SEB AB aktsia õiglase väärtuse tulemused, kui diskontomäära vähendati 1 protsendipunkti võrra kuni 3,44%-ni

ning pikaajalist majanduse kasvumäära muudeti samuti 1 protsendipunkti võrra vahemikus -1,0%-3,0%.

Tabel 13. SEB AB õiglase väärtuse SEKides sõltuvus kasvumäärast ja diskontomäärast

Diskontomäär	Kasvumäär				
	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
3,44%	288	350	462	729	2 213
4,44%	249	288	350	462	729
5,44%	223	249	288	350	462
6,44%	203	223	249	288	350
7,44%	188	203	223	249	288

Allikas: Autori arvutused

Sensitiivsusanalüüsist selgub, et majanduse pikaajalise kasvumäärade vahemiku -1,0%-3,0% ja diskontomäärade vahemiku 3,44%-7,44% juures kujuneks madalaimaks SEB AB aktsia õiglaseks väärtuseks 188 SEK-i ning kõrgeimaks 2 213 SEK-i ehk mida madalam on diskontomäär ja kõrgem majanduse kasvumäär, seda kõrgemaks kujuneb ka õiglase väärtus. Sensitiivsusanalüüsi käigus leitud õiglase väärtuste keskmiseks kujuneb 406 SEK-i, mis on SEB AB aktsia turuhinnast seisuga 17.11.2023 221% kõrgem. Sensitiivsusanalüüsist järeldub, et õiglase hinna väärtus on väga tundlik sisendite muutumisel ja seega võib tulenevalt sisenditest ja eeldustest iga hindaja jaoks õiglase väärtus erineda.

3.2. SEB AB kontserni õiglase väärtuse hindamine suhtarvude meetodil

Selles peatükis leitakse SEB AB õiglase väärtus suhtarvude meetodil, mis on praktikute poolt enim kasutatavaks meetodiks ning käesolevas töös rakendatakse meetodit, et diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud tulemustele võrdlust tekitada. Suhtarvude meetodi rakendamisel on esimeseks oluliseks sammuks kindlaks teha hinnatava ettevõtte sektor, ettevõtte suurus ning pankade puhul tuleb arvestada ka regulatiivsete nõuetega. SEB AB kontserni hinnates vaatleme Skandinaavia turul tegutsevaid pankasid ning pankade valikul lähtuti varade suuruselt. Võrreldavate pankade seas on kokku viis panka: Swedbank, Svenska Handelsbanken, Nordea, Danske ning DNB. Lisaks on võrdlusesse võetud ka Euroopa pankade keskmised suhtarvud, mis on leitud Aswath Damodarani andmebaasist 2023. aasta jaanuari seisuga ning hõlmab enda alla 577 Euroopa panka.

Nagu varasemalt kirjeldatud on pankade hindamiseks enim kasutatavateks suhtarvudeks P/E ja P/B suhtarvud, mida kasutati ka käesolevas töös. Hindamise hetkel on viimased saadaolevad turuhinnad seisuga 17. november 2023 ning turuhinnad on võetud Yahoo! Finance kodulehelt. Hindamise ajal kõige värskemad saadaolevad finantsaruanded on seisuga 30.09.2023, seega kasutatakse suhtarvude arvutamisel viimase 12 kuu jooksvaid (*12 month rolling*) tulemusi. Tabelis 12 on toodud P/E ja P/B suhtarvud võrreldavate pankade vahel, kus võrreldavate pankade suhtarvude keskmiseks on P/E suhtarvu puhul 8,96 ja P/B suhtarvu puhul 1,07 ning mediaan vastavalt 8,58 ja 1,07.

Tabel 12. P/E ja P/B suhtarvud seisuga 17.11.2023

Panga nimi	P/E	P/B
Swedbank	8,14	1,07
Svenska Handelsbanken	8,58	0,94
Nordea	8,16	1,22
Danske	10,98	0,91
DNB	8,96	1,20
Võrreldavate keskmine	8,96	1,07
Võrreldavate mediaan	8,58	1,07
Pangandussektori keskmine	8,96	1,24
SEB	9,09	1,26

Allikas: Autori arvutused

Euroopa pangandussektori keskmine P/E suhtarv on võrreldavate pankadega samal tasemel, kuid P/B suhtarv on kõrgemal. Kuna pangandussektori keskmised suhtarvud sisaldavad endas paljusid erinevaid panku erinevates Euroopa riikides ja erinevate varade mahtudega, siis õiglase väärtuse hindamisel lähtutakse suhtarve valitud võrdlusgrupi pankadega.

Tabel 13. SEB AB õiglase väärtus SEKides suhtarvude meetodil

	SEB	Võrreldavate pankade keskmine	Erinevus	Õiglase väärtus
P/E	9,09	8,96	1,38%	128
P/B	1,26	1,07	18,42%	150
Õiglase väärtus				139

Allikas: Autori arvutused

Tabelis 13 on toodud SEB ja võrreldavate pankade keskmised P/E ja P/B suhtarvud ja selle põhjal leitud SEB AB õiglase väärtus. SEB suhtarvud on nii P/E ja P/B puhul võrreldavatest ettevõtetest kõrgemal tasemel, erinevus P/E suhtarvu puhul 1,38% ning P/B suhtarvu puhul 18,42%, seega kahe suhtarvu keskmisena kujuneb SEB aktsia õiglaseks väärtuseks 139 SEK. SEB turuhinnaks oli 17.11.2023 seisuga 126 SEK, millest järeldub, et võrreldavate suhtarvude meetodil on SEB aktsia 13 SEK alahinnatud.

Samas tabelis 12 näeme, et võrdlusgrupi viie panga seas erineb võrreldavate pankade keskmine ja mediaan väärtus enim Danske panga P/B väärtuse puhul ning mõjutab võrreldavate pankade keskmist märgatavalt. Põhjuseks on teises peatükis mainitud 2022. aasta provisjonid summas 13 800 miljonit taani krooni, mistõttu kujunes 2022. aasta puhaskasum negatiivseks ja mõjutab seeläbi ka viimase 12 kuu puhaskasumi tulemust. Kui käsitleda provisjone erinditena ja Danske pank võrdlusgrupist eemaldada, siis kujuneb võrreldavate pankade keskmine P/E ja P/B suhtarvu puhul vastavalt 8,46 ja 1,11 ning erinevus SEB panga suhtarvudega vastavalt 7,44% ning 13,51%. Sellisel juhul kujuneks SEB õiglase väärtus P/E suhtarvu puhul 136 SEK ja P/B suhtarvu puhul 143 SEK ning kahe suhtarvu keskmisena leitud õiglase väärtus on 140 SEK.

Järeldus jääb aga esialgsega võrreldes kehtima ehk SEB aktsia on suhtarvude meetodil kõrgem võrdluses tegeliku turuhinnaga ehk aktsia on alahinnatud. Kui Danske pank on võrdlusgrupis eemaldatud, siis on järelduseks, et aktsia on alahinnatud 13 SEK võrra, kus vahe võrreldes algse võrdlusgrupiga on marginaalne ehk ligikaudu 1 SEK.

3.3. Tulemuste analüüs ja järeldused

SEB AB õiglase väärtuse hindamiseks kasutati käesolevas töös kahte meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetod ja võrreldavate suhtarvude meetod. Mõlema meetodi tulemuste puhul võrreldi saadud tulemusi SEB AB aktsia turuhinnaga 17.11.2023 kuupäeva seisuga ning leiti, et SEB AB aktsia õiglaseks väärtuseks on turuhinnast kõrgem väärtus. Saadud tulemused erinesid aga üksteisest märgatavalt.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil koostati dividendide prognoosimiseks prognoositi riskivarad, kapitalinõue ning puhaskasum kulu- ning tuluartiklite lõikes eraldi. Puhaskasumi prognoosid koostati üsna konservatiivse vaatega arvestades majanduse ebaselget olukorda. Lisaks hoiti konservatiivset joont, et mitte tekitada prognoosides tihti kohtavat „hokikepi“ efekti. Lisaks

lähtuti prognooside koostamisel ROA ja kulu-tulu suhtarvudest, et need jääksid ajaloolise tasemega võrreldes mõistlikule tasemele. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kujuneb SEB aktsia õiglaseks väärtuseks 223 SEK-i, millest võrdluses SEB AB aktsia turuhinnaga selgub, et aktsia on 97 SEK-i alahinnatud. Samas on tulemus võrreldes turuhinnaga võrreldes 76.9% kõrgem, mis on autori hinnangul suur erinevus arvestades, et SEB on kaubeldav suurel ja likviidsel turul, kus turuhinda on juba positiivsete intressimäärade suurem kasumiootus turu poolt sisse arvestatud. Sensitiivsusanalüüsist selgus, et õiglase väärtus on terminaalväärtuse sisendiks olevate muutujate suhtes väga tundlik, seega võib iga hindaja jaoks õiglase väärtus tegelikuses erineda.

Suhtarvude meetodil leitud P/E ja P/B 12 kuu jookvate suhtarvude keskmisena kujunes aga SEB aktsia õiglaseks väärtuseks 139 SEK-i, millest järeldus, et võrreldavate suhtarvude meetodil on SEB aktsia 13 SEK-i alahinnatud. Samas suhtarvude meetodit rakendades leiti, et 2022. aasta puhaskasum oli negatiivselt mõjutatud provisjonidest summas 13 800 miljonit taani krooni ning seega kujunes ka 2022. aasta puhaskasum negatiivseks ning mõjutas ka 12 kuu baasil arvatud suhtarve. Kui Danske pank aga võrdlusgrupist eemaldada, siis kujuneks SEB õiglaseks väärtuseks P/E suhtarvu puhul 136 SEK-i ja P/B suhtarvu puhul 143 SEK-i ning kahe suhtarvu keskmisena leitud õiglase väärtuseks leiti 140 SEK-i. Järeldus jääb esialgse võrdlusgrupiga võrreldes samaks ehk SEB on suhtarvude meetodil alahinnatud, kuid teisele tulemusel põhinedes on aktsia alahinnatud 14 SEK-i võrra, kus vahe võrreldes algse tulemusega on ligikaudu 1 SEK. Samas näitab Danske panga juhtum, et tulenevalt võrdlusgruppi valitud pankadest on tulemus erinev ja mõjutatud.

Seega käesoleva õiglase väärtuse hindamise tulemusena leiti, et finantskontsern SEB AB ei ole õiglaselt hinnastatud, mis tähendab, et turg alahindab ettevõtte õiglast väärtust. Sellises olukorras on investoritel võimalik „odavat“ hinda aktsiaturul ära kasutada, mille tulemusena liigub turuhind õiglasele väärtusele lähemale. Seega on ettevõtete õiglaste väärtuste leidmine äärmiselt oluline, kuna informatsiooni hankimine, selle analüüsimine ning investorite teadlik tegutsemine turgudel parandavad turu ebaefektiivsust.

KOKKUVÕTE

Käesoleva balalaureusetöö töö eesmärgiks oli diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil leida finantskontserni SEB AB õiglase väärtus. Teema valikul lähtuti investorite suurenenud huvist pangandussektori vastu positiivsete intressimäärade keskkonnas, samas kui finantsinstitutsioonide õiglase väärtuse hindamine on keeruline tulenevalt sektori spetsiifikast. Õiglase väärtuse leidmiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil kasutati potentsiaalseid dividende kui rahavoogude asendusnäitajaid. Dividendide leidmiseks prognoositi riskivarad, kapitalinõue ning puhaskasum kulu- ning tuluartiklite lõikes eraldi. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul leiti P/E ja P/B suhtarvud 12 kuu jooksvates tulemustes. Võrdlusgrupi koostamisel lähtuti Skandinaavia turust ja varade suurusest ning võrdlusgrupis oli kokku viis panka: Swedbank, Svenska Handelsbanken, Nordea, Danske ning DNB.

Esimese uurimisküsimuse tulemuseks leiti, et diskonteeritud rahavoogude meetodil kujunes SEB AB aktsia õiglaseks väärtuseks 223 SEK. Teise uurimisküsimuse tulemuseks leiti aga, et P/E ja P/B suhtarvude keskmisena kujunes SEB AB aktsia õiglaseks väärtuseks 139 SEK. Seisuga 17.11.2023 oli SEB AB aktsia turuhind 126 SEK, seega diskonteeritud rahavoogude meetodil on SEB AB aktsia 97 SEK alahinnatud ning võrreldavate suhtarvude meetodil 13 SEK alahinnatud. Kahe meetodi keskmiseks õiglaseks väärtuseks leiti seega 181 SEK, mis on SEB AB aktsia turuhinnast seisuga 17.11.2023 43,6% kõrgem.

Kuigi puhaskasumi prognoosid koostati üsna konservatiivse vaatega, oli lõpptulemus autori jaoks ootuspärane. Pangad on positiivsete intressimäärade keskkonnas tulusid mitmekordistanud ja isegi intressimäärade normaliseerudes on krediidiportfelli mõõdukalt kasvatades puhaskasumi ootused kasvutrendis. Samas tõdeb autor, et diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamiseks on meetod väga tundlik diskontomäärade kui ka pikaajalise majanduse kasvumäära suhtes. Teiselt poolt leidis autor, et võrreldavate suhtarvude meetodi puhul mõjutab tulemust see, millised pangad on võrdlusgruppi valitud. Autori hinnangul sai töö eesmärk täidetud ning analüüsi lõpptulemusena leiti, et SEB AB aktsia on alahinnatud ja võiks pankainvestorite jaoks olla atraktiivne investering. Küll aga ei saa käesoleva töö tulemust võtta kui lõpliku tõde, kuna sisendite väärtustest sõltuvalt võib õiglase väärtus iga investori jaoks erineda.

SUMMARY

FAIR VALUE ASSESSMENT OF BANKING GROUP SEB AB

Kätriin Randla

The aim of the bachelor's thesis was to assess financial group SEB AB's fair value using discounted cash flow and comparable ratio methods. This topic was chosen due to investors' risen interest in the banking sector, which has increased because of positive interest rate environment, meanwhile the fair value assessment of financial institutions is difficult due to specifics of the sector. For finding fair value using discounted cash flow method, potential dividends were used as cash flow proxies. For the comparable ratio method, P/E and P/B ratios were found using rolling 12-month results. The comparison group was based on the Scandinavian market and the size of assets. The following five banks were included in the comparison group: Swedbank, Svenska Handelsbanken, Nordea, Danske and DNB.

As a result of the first research question, it was found that the fair value of SEB AB share was SEK 223 using discounted cash flow method. However, the average P/E and P/B ratio analysis resulted in SEB AB share fair value to be evaluated as SEK 139. As of 17.11.2023, the market price of SEB AB share was SEK 126. Therefore, using the discounted cash flow method, SEB AB share is undervalued by SEK 97, and by the comparable ratios' method, it is undervalued by SEK 13. The average fair value of the two methods was thus found to be SEK 181, which is 43,6% higher than the market price of SEB AB as of 17.11.2023.

Although the net profit forecasts were prepared with a rather conservative view, the final results were expected by the author. Banks have multiplied their incomes in the environment of positive interest rates and even with the normalization of interest rates, net profit expectations are in an upward trend by temporarily increasing the credit portfolio. The author also states that the discounted cash flow method is very sensitive to the discount rate as well as the long-term economic growth rate. On the other hand, it was found that in case of comparable ratios method, the result is affected by banks chosen for the comparison group.

According to the author, the purpose of the thesis was accomplished and based on analysis, the final result is that SEB AB stock is undervalued and could be an attractive investment for investors

interested in the banking sector. However, the result of this work cannot be taken as the final truth, for the fair value may differ depending on the selection of inputs.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Al-Nasser, N. M. (2014). The Impact of Financial Analysis in Maximizing The Firm's Value "A Case Study on The Jordanian Industrial Companies". *International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)*, 2(6), 1-9.
- Ashraf, B. N., Bibi, B., & Zheng, C. (2016). How to regulate bank dividends? Is capital regulation an answer?. *Economic Modelling*, 57, 281-293.
- Bats, J. V., Giuliadori, M., & Houben, A. C. (2023). Monetary policy effects in times of negative interest rates: What do bank stock prices tell us? *Journal of Financial Intermediation*, 53, 101003.
- Blum, J., & Hellwig, M. (1995). The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks. *European economic review*, 39(3-4), 739-749.
- BIS Annual Economic Report 2023.
- BIS. (2023). Basel III: international regulatory framework for banks. Kasutatud: 29.10.2023. <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=76>
- Bunea, O. I., Corbos, R. A., & Popescu, R. I. (2019). Influence of some financial indicators on return on equity ratio in the Romanian energy sector-A competitive approach using a DuPont-based analysis. *Energy*, 189, 116251.
- Chandra Setiawan, M. M., & Tjiasaka, F. P. (2017). Technical Efficiency and the Determinants of Price to Book Value: An Empirical Study of Category-IV Banks in Indonesia Stock Exchange.
- Chen, S., (2014). *Integrated Bank Analysis and Valuation. A Practical Guide to the ROIC Methodology*. (1st ed.) Palgrave Macmillan.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2009). *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses*. Ft Press.
- Damodaran, A. (2013). Valuing financial services firms. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1).
- Deev, O. (2011). Methods of bank valuation: a critical overview. *Financial Assets and Investing*, 2(3), 33-44.
- DeYoung, R., & Rice, T. (2004). How do banks make money? A variety of business strategies. *Economic Perspectives-Federal Reserve Bank of Chicago*, 28(4), 52.
- European Central Bank. (2010). BEYOND ROE – HOW TO MEASURE BANK PERFORMANCE SEPTEMBER 2010. Kasutatud 21. oktoober 2023.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/beyondroehowtomeasurebankperformance201009en.pdf>

- European Central Bank (2022). Supervisory Banking Statistics for significant institutions. Kasutatud: 22. oktoober 2023
https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_fourth_quarter_2022_202304~c85056a89b.en.pdf
- European Central Bank (2023). Financial Stability Review, November 2023. Kasutatud: 12. detsember 2023
<https://www.ecb.europa.eu/pub/financialstability/fsr/html/ecb.fsr202311~bfe9d7c565.en.html#toc24>
- Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. IESE Business School, 1, 1-13.
- Gacus, R. B., & Hinlo, J. E. (2018). The Reliability of Constant Growth Dividend Discount Model (DDM) in Valuation of Philippine Common Stocks. *International Journal of Economics & Management Sciences*, 7(1), 1-9.
- Gambacorta, L., Oliviero, T., & Shin, H. S. (2020). Low price-to-book ratios and bank dividend payout policies.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American economic review*, 70(3), 393-408.
- Harbula, P. (2009). Valuation multiples: Accuracy and drivers evidence from the European stock. *Business Valuation Review*, 28(4), 186-200.
- Horvath, S., (2023). Do Bank Stocks Go Up When Interest Rates Rise? Kasutatud: 28. oktoober 2023.
<https://www.nasdaq.com/articles/do-bank-stocks-go-up-when-interest-rates-rise>
- Hussain, S. (2014). The Assessment of Operational Efficiency of Commercial Banks in India Using Cost to Income Ratio Approach. *International Journal of Management and Business Research*, 4(3), 225-234.
- IFRS 13 Fair Value Measurement. (2011). IFRS Foundation. Kasutatud: 08.11.2023.
Kättesaadav: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ifrs-13-fair-value-measurement.pdf?bypass=on>
- Jakub, S., Viera, B., & Eva, K. (2015). Economic Value Added as a measurement tool of financial performance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 484-489.
- Jitmaneroj, B., & Ogowang, J. (2023). Time matters less: Variance partitioning of return on equity for banks in Uganda. *Heliyon*, 9(10).
- Kapoor, N., Jaitly, M., & Gupta, R. (2016). Green banking: A step towards sustainable development. *International Journal of Research in Management, Economics and Commerce*, 7(6), 69-72.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. (7th ed.) John Wiley & Sons.
- Kert. E., (2007). *Investeerimise teejuht*. AS Äripäev.
- Nguyen, T. V. H., Pham, T. T. T., Nguyen, C. P., Nguyen, T. C., & Nguyen, B. T. (2020). Excess liquidity and net interest margins: Evidence from Vietnamese banks. *Journal of Economics and Business*, 110, 105893.
- Ralinska, E. P. (2019). Modeling the Sources of Value in Banks and Valuation through the Discounted Cash Flow Method. *Economic Archive / Narodnostopanski Arhiv*, 2, 33–51.
- SEB Annual and Sustainability Report 2022.
- SEB Annual and Sustainability Report 2021.
- SEB Annual and Sustainability Report 2020.
- SEB Annual Report 2019.
- SEB Annual Report 2018.
- SEB AS majandusaastaruanne 2022.
- SEB Quarterly report Q3 2023.
- Shen, P. (2000). The P/E ratio and stock market performance. *Economic review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 85(4), 23-36.
- Schroeck, G. (2002). *Risk management and value creation in financial institutions* (Vol. 155). John Wiley & Sons.
- Penman, S. H. (1998). A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model. *Review of accounting studies*, 2, 303-323.
- Pratt S. P., Grabowski J. R., (2010). *Cost of Capital: Applications and Examples*. (4th ed.) John Wiley & Sons.
- Zirnask, V. (2008). *Väärtpaberite teejuht*. AS Tallinna Börs, Eesti Päevalehe AS.
- Vo, L. V., & Le, H. T. (2023). From hero to zero-the case of Silicon Valley Bank. Available at SSRN 4394553.

LISAD

Lisa 1. SEB AB konsolideeritud kasumiaruanne perioodil 2018-2023 9 kuud

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 9 kuud
Intressitulu	39 299	41 722	37 578	33 225	56 150	-
Intressikulu	-18 277	-18 772	-12 435	-6 904	-22 707	-
Netointressitulu	21 022	22 950	25 143	26 321	33 443	35 426
Teenustasu - ja komisjonitulud	24 018	24 176	22 933	26 129	27 637	-
Teenustasu - ja komisjonikulud	-5 654	-5 467	-4 870	-4 987	-6 064	-
Neto teenustasud	18 364	18 709	18 063	21 142	21 573	16 127
Muud finantstulud	6 079	7 617	6 275	6 992	9 314	7 606
Dividendid	73	3	0	1		-
Kasum/kahjum investeringutelt sidus- ja ühisettevõtetest	152	125	68	33		-
Kasum/kahjum investeerimisväärtpaperitelt	-244	173	-33	13		-
Muu tegevustulu	421	558	202	112		-
Muu netotulu	402	858	236	159	258	839
Tegevustulu kokku	45 868	50 134	49 717	54 614	64 589	60 058
Personalikulud	-14 004	-14 660	-14 976	-15 372	-15 980	-13 116
Muud kulud	-7 201	-6 623	-5 864	-5 763	-6 986	-5 738
Materiaalse ja immateriaalse põhivara kulum	-735	-1 662	-1 906	-2 110	-2 078	-1 465
Tegevuskulu kokku	-21 940	-22 945	-22 747	-23 245	-25 044	-20 318
Kasum enne krediidikahjumeid	23 928	27 190	26 970	31 368	39 544	39 737
Materiaalsest ja immateriaalsest põhivarast saadav kahjum	18	-2	-7	5		
Neto eeldatav krediidikahjum	-1 166	-2 294	-6 118	-510	-2 007	-298
Kehtestatud lõivud: riskimaks ja kriisilahendustasud				-1 019	-2 288	-2 744
Ärikasum enne võrreldavust mõjutavaid objekte	22 779	24 894	20 846	30 864	35 249	36 696
Võrreldavust mõjutavad üksused	4 506	-	-1 000	-	-1 399	-
Ärikasum	27 285	24 894	19 846	30 864	33 850	36 696
Tulumaks	-4 152	-4 717	-4 100	-5 441	-6 861	-6 954
Puhaskasum	23 134	20 177	15 746	25 423	26 989	29 742

Lisa 2. SEB AB konsolideeritud bilanss perioodil 2018-30.09.2023

	2018	2019	2020	2021	2022	30.09.2023
Raha ja sularahajäägid keskpankades	209 115	146 691	323 776	439 344	377 966	566 099
Laenud keskpankadele	33 294	4 494	3 633	4 454	73 962	81 743
Laenud krediitiasutustele	44 287	46 995	50 791	60 009	77 235	104 940
Laenud avalikkusele	1 644 825	1 837 605	1 770 161	1 846 362	2 065 271	2 116 043
Võlaväärtpaberid	156 128	238 578	265 433	205 950	252 611	502 635
Aktsiainstrumentid	50 434	78 482	82 240	120 742	66 594	95 914
Finantsvarad, mille investeerimisriski kannavad kliendid	269 613	316 776	330 950	422 497	356 367	375 194
Tuletised	115 463	139 427	164 909	126 051	187 622	187 861
Riskimaandavate objektide õiglase väärtuse muutused portfelli intressiriski maandamiseks	67	-	496	-	-	-
Investeeringud tütar-, sidus- ja ühissettevõtetesse	1 195	997	1 272	1 510	1 365	-
Immateriaalne põhivara	8 157	8 186	7 808	7 466	7 280	-
Vara ja seadmed	1 300	1 368	1 286	1 212	1 190	-
Kasutusõigusega varad	-	5 288	5 141	5 079	4 834	-
Maksuvara	6 404	6 549	6 070	15 359	16 312	-
Edasilükkunud maksuvara	251	259	444	675	409	-
Pensionihüvitise varad	4 104	5,545	7 287	23 804	24 188	-
Muud varad	20 409	17 171	16 494	21 001	16 888	103 235
Ettemakstud kulud ja viitlaekumised	2 471	2 235	2 242	2 714	2 714	-
Varad kokku	2 567 516	2 856 648	3 040 432	3 304 230	3 532 810	4 133 665

Lisa 2 järg

	2018	2019	2020	2021	2022	30.09.2023
Keskpankade ja krediitiasutuste hoiused	135 719	88 041	111 309	75 206	66 873	239 278
Hoiused ja laenamine avalikkuselt	1 111 390	1 161 485	1 371 227	1 597 449	1 701 687	1 923 052
Finantskohustused, mille investeerimisriski kannavad kliendid	270556	317574	332392	424226	357975	377124
Kohustused kindlustusvõtjate ees	21 846	26 547	29 624	34 623	30 984	34 972
Emiteeritud võlakirjad	680 670	858 173	749 502	730 106	795 149	977 493
Lühikesed positsioonid	23 144	27 343	30 409	34 569	44 635	37 984
Tuletised	96 872	122 192	161 561	118 173	238 048	209 888
Muud finantskohustused	3 613	2 449	744	5 721	172	148
Riskimaandamisobjektide õiglase väärtuse muutused portfelli riskimaandamis-instrumentides	22	420	-	702	7 456	-
Jooksvad maksukohustused	1 734	1 764	993	1 384	2 164	-
Edasilükkunud tulumaksu kohustused	7 141	7 117	7 212	10 354	10 364	-
Muud kohustused	23 995	36 389	34 616	42 886	37 065	116 054
Viitvõlad ja ettemakstud tulud	5 260	5 360	5 208	5 848	5 827	-
Eraldised	1 817	1 095	990	761	1 056	-
Pensionihüvitise kohustused	427	359	414	445	64	-
Allutatud kohustused	34 521	44 639	32 287	28 549	28 767	-
Kohustused kokku	2 418 727	2 700 947	2 868 489	3 111 002	3 328 287	3 915 994
Aktsiakapital	21 942	21 942	21 942	21 942	21 942	-
Muud reservid	2 244	3 404	4 040	18 996	21 194	-
Jaotamata kasum	124 604	130 355	145 961	152 290	161 387	-
Omakapital	148 789	155 700	171 943	193 228	204 523	-
Omakapital kokku	148 789	155 700	171 943	193 228	204 523	217 671
Kohustused ja omakapital kokku	2 567 516	2 856 648	3 040 432	3 304 230	3 532 810	4 133 665

Lisa 3. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Kätriin Randla

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

„Panganduskontserni SEB AB õiglase väärtuse hindamine“,
(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on Kalle Ahi,

(juhendaja nimi)

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli 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.

20.12.2023 (kuupäev)

¹ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingu tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitstvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. jq 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.