

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Karl-Erik Vohu

**BÖRSIETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE COOP PANK AS
NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peaeriala ärirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2022

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

Töö pikkuseks on 7299 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Karl-Erik Vohu 15.12.2022

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja eesmärk	7
1.2. Finantsasutuste õiglase väärtuse hindamise raamistik ja meetodid.....	9
1.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod	9
1.4. Võrreldavate suhtarvude meetod	12
2. COOP PANK AS	15
2.1. Ettevõtte Coop Pank AS tutvustus	15
2.2. Ettevõtte Coop Pank AS finantsanalüüs.....	17
2.3. Coop Pank AS aktsia ülevaade.....	21
3. COOP PANK AS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	24
3.1. Õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil	24
3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine	25
3.1.2. Omakapitali hinna ja terminaalkväärtuse leidmine	28
3.1.3. Coop Pank AS õiglase väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs.	29
3.2. Õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil	31
3.3. Hinnang saadud tulemustele.....	32
KOKKUVÕTE.....	35
SUMMARY	38
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	40
LISAD	43
Lisa 1. Coop Pank AS kasumiaruanne 2018-2022 III kvartal	43
Lisa 2. Coop Pank AS finantsseisundi aruanne 2018-2022 III kvartal	45
Lisa 3. Lihtlitsents	46

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on: Börsiettevõtte väärtuse hindamine Coop Pank AS näitel ning käesoleva töö eesmärgiks on välja selgitada Coop Pank AS õiglane väärtus kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit ning anda hinnang saadud tulemustele.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust vastavalt tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusele arvestades lisaks riskitasemega. Kuna antud töö hinnatavaks ettevõtteks on pank, siis arvestatakse finantsasutustele kohaldatavate regulatsioonidega ning eeldatakse, et ülejääv kapital makstakse välja dividendidena. Võimalike väljamakstavate dividendide leidmiseks koostatakse vabade rahavoogude prognoos aastateks 2023-2027 ning prognoosiperioodi järgelt leitakse ettevõtte terminaalkväärtus. Diskonteeritud maksimaalsete võimalike dividendide summa ning diskonteeritud terminaalkväärtuse summana leitakse õiglane aktsiahind. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamisel kujuneb aktsia õiglaseks väärtuseks 1,83 eurot, mis teeb panga turuväärtuseks 167,6 miljonit eurot ning läbi viidud sensitiivsusanalüüsist kujuneb aktsia õiglase väärtuse vahemikuks 1,16-15,6 eurot olenevalt sisendite muutumisest.

Võrreldavate suhtarvude meetodi kasutamisel koostatakse võrdlusgrupp sarnastest Baltikumi ja Skandinaavia pankadest ning võrreldakse Coop Pank AS P/E ja P/B suhtarve võrdlusgrupi suhtarvude keskmistega. Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamisel kujuneb aktsia õiglaseks väärtuseks P/E suhtarvu puhul 2,3 eurot ning P/B suhtarvu puhul 2,09 eurot. Kahe suhtarvu keskmiseks tulemusena on aktsia õiglane väärtus 2,2 eurot ning panga turuväärtus 200,5 miljonit eurot. Võrreldes leitud kahe meetodi keskmist õiglast väärtust 2,02 eurot 21.11.2022 päeva lõpu turuhinnaga, selgub, et ettevõtte on turul 11,7% ülehinnatud.

Võtmesõnad: ettevõtte õiglane väärtus, ettevõtte turuväärtus, võrreldavate suhtarvude meetod, diskonteeritud rahavoogude meetod

SISSEJUHATUS

Raha säästmine ning investeerimine on tänapäeval üha kasvav trend. Inimeste finantskirjaoskus on paranemas ning nad otsivad viise oma raha kasvatamiseks. Üks lihtsamaid ning populaarsemaid investeerimisviise on investeerimine aktsiatesse. Aktsiatesse investeerimise võimalusi on väga palju, kuid kõige lihtsam ja odavam on aktsiatesse investeerida Balti börsil, sest aktsiaid saab soetada teenustasudeta. Iga investori eesmärgiks on teenida kasumit ning selleks parim viis on leida alahinnatud aktsiad ning vältida ülehinnatud aktsiaid. Selleks, et leida aktsia õiglane hind tuleks teha investeringu kohta fundamentaalanalüüs ning võrrelda seda turuhinnaga. Vastavalt fundamentaalanalüüsi tulemustele saab teha targema investeerimisotsuse. Fundamentaalanalüüs ei pruugi anda õiget tulemust, kuid annab suunise ning võrdlusmomendi turul toimuvaga.

Käesoleva töö autor tegeleb ka ise investeerimisega, seega huvitub aktsiaturgudel toimuvast ning aktsiate ja ettevõtete õiglasest väärtusest. Samuti pakub autorile huvi finantsettevõtete eripärad ning sellest tulenevalt on valitud ka lõputöö teemaks Coop Pank AS õiglase väärtuse hindamine.

Coop Pank AS tuli turule 2019. aasta detsembris ning siis märgiti 71% maksimaalsest IPO mahust, kuna mitmed investorid pidasid aktsia hinda liiga kõrgeks. Samuti pidasid LHV analüütikud Balti analüüsis Coop Panga aktsiat ülehinnatuks nii 2021. aasta märtsis kui oktoobris. Sellest hoolimata tõusis 2021. aasta jooksul Coop Panga aktsia hind pea 150% ning saavutas kõrgeima taseme 30. augustil 2021. aastal kui hind kerkis 4,06-ni. 2022. aastal on Coop Panga aktsia olnud languses. 30. augusti tipust on aktsia hind langenud 38% 2,45-ni ja aasta algusega võrreldes ligi 18%. Samuti planeerib Coop Pank 2022. aasta novembris täiendavat aktsiate emissiooni. Lisaks sai Coop Pank Finantsinspeksioonilt 2022. aasta septembris ettekirjutuse seoses krediidianalüüsi ja riski hindamisega ning allahindluste moodustamise meetodikaga. Kuna Coop Pank on kiirelt kasvav pank ning turul on aktsia hind olnud üsna volatiilne ning 2022. aasta jooksul on toimunud mitmeid olulisi sündmusi, siis huvitab autorit, milline on Coop Panga õiglane väärtus ning kui palju erineb see turuväärtusest. Käesoleva töö eesmärgiks on välja selgitada Coop Pank AS õiglane väärtus kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit ning anda hinnang saadud tulemustele.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitas autor kolm uurimisküsimust:

- 1) Milline on Coop Pank AS õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 2) Milline on Coop Pank AS õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 3) Kas Coop Pank AS on turul õiglaselt hinnastatud?

Selleks, et välja uurida, kas ettevõtte õiglane väärtus vastab ettevõtte turuväärtusele, viib autor läbi ettevõtte väärtuse hindamise. Õiglase väärtuse hindamise meetoditeks on autor valinud võrreldavate suhtarvude meetodi ning diskonteeritud rahavoogude meetodi.

Töö on jaotatud kolmeks peatükiks. Töö esimeses osas selgitatakse väärtuse hindamise olemust ning kirjeldatakse kasutatavaid meetodeid. Töö teises osas tutvustatakse uuritavat ettevõtet ning tehakse ülevaade ettevõtte finantsilisest olukorrast. Samuti tehakse ülevaade ettevõtte aktsia kohta. Töö kolmandas osas viiakse läbi ettevõtte õiglase väärtuse hindamine kasutades eelpool mainitud meetodeid ning antakse hinnang saadud tulemustele.

1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja eesmärk

Igapäevaselt seisavad tuhanded investeerimisvaldkonnas osalejad – investorid, portfellihaldurid, regulaatorid, teadlased – silmitsi ühise ja sageli segadusse ajava küsimusega: mis on konkreetse vara väärtus? Vastused sellele küsimusele mõjutavad tavaliselt investeerimiseesmärkide saavutamise edu või ebaõnnestumist. Nende osalejate ühe rühma – aktsiaanalüütikute – jaoks on antud küsimus ja selle võimalikud vastused eriti olulised, sest õiglase väärtuse hindamine on nende kutsetegevuse ja otsuste keskmes. Õiglase väärtuse hindamine on vara väärtuse hinnang, mis põhineb muutujatel, mis on seotud tulevaste investeeringutuludega või võrdlustel sarnaste varadega. (Pinto *et al* 2015, 2)

Igal varal, nii rahalisel kui reaalsel varal, on väärtus. Erinevatesse varadesse eduka investeerimise ja haldamise võti seisneb mitte ainult väärtuse, vaid ka väärtuse allikate mõistmises. Iga vara saab hinnata, kuid mõnda vara on lihtsam hinnata kui teisi ja hindamise üksikasjad on igal juhul erinevad. (Damodaran 2012, 1)

Väärtuse mõistet ei tohiks segamini ajada hinnaga, kuna väärtus varieerub ostja ja müüja seisukohalt (Fernandez 2007, 2). Hinnal ja väärtusel on vahe: ideaalmaailmas nad peaksid kokku langema, kuid praktikas võivad need erineda ja vahe võib olla märkimisväärne. Hind on vara ostmiseks nõutav summa. See on empiiriline suurus, mida mõjutavad pakkumine ja nõudlus. Väärtus on seevastu hinnangu tulemus. (Fazzini 2018, 4) Väärtus tulevikku suunatud. Kuigi väärtuse hindamiseks saab kasutada ajaloolist teavet, on tulevase majandusliku kasu ootus esmane investori ootus. Investorid ostavad homset rahavoogu, mitte eilset või isegi tänast. (Hitchner 2017, 8)

Fundamentaalanalüüsi peamine motivatsioon on investeerimise eesmärgil turul alahinnatud aktsiate tuvastamine. Fundamentaalanalüüsil oluline roll, kuna see aitab mõista ettevõtte turuväärtust määravaid tegureid ning hõlbustab seega investeerimisotsuseid. (Schreiner 2009, 22)

Ettevõtte väärtuse määravad mitmed tegurid, mis kõik on olulised ja asjakohased, et saavutada ettevõtte varade täielik kasutamine. Mõned neist on ettevõtte ajalugu ja olemus, ettevõtte bilansiline väärtus ja finantsseisund. Hindamine võib põhineda mitmel meetodil (Corelli 2017, 1) Fundamentaalse analüüsi põhiülesanne ongi õiglase väärtuse leidmine, milleks omakorda kasutatakse tervet rida erinevaid meetodeid. Neist levinuimad on diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF – *discounted cash flow method*), suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod, millest kaks viimast on omavahel tihedalt seotud. (Kert 2007, 160)

Õiglane väärtus on hind, millega vara (või kohustus) vahetaks omanikku ostja ja müüja vahel, kui ostja ei ole sunnitud ostma ja müüja müüma. Lisaks sisaldab õiglase väärtuse mõiste üldiselt eeldust, et nii ostjat kui ka müüjat teavitatakse kõigist investeringu olulistest aspektidest. (Pinto *et al* 2015, 4)

Tabelis 1 on välja toodud peamised väärtuse hindamise meetodid.

Tabel 1. Peamised väärtuse hindamise meetodid

Bilansil põhinevad meetodid	Raamatupidamislik väärtus Korrigeeritud raamatupidamislik väärtus Likvideerimisväärtus Asendusmaksumus
Kasumiaruandel põhinevad meetodid	PER(P/E) Müügisuhtarvud (P/S) P/EBITDA Muud suhtarvud
Segameetodid	Klassikaline UEC meetod Muud
Rahavoogude diskonteerimine	Vaba rahavoog (FCF) Omakapitali rahavood (ECF) Kapitali rahavood (CCF) Dividendid APV
Väärtuse loomise meetodid	EVA Majanduslik kasum Raha lisaväärtus (CVA) CFROI

Opsioonid	Black-Scholes'i mudel Investeeringisopsioonid Projekti laienemine Investeeringu viivitus Alternatiivsed võimalused
------------------	--

Allikas: Fernandez 2007, 2

Õiglase väärtuse hindamise meetodeid on mitmeid ning saadavad tulemused võivad teatud määral erineva tulenevalt erinevate meetodite eripäradest. Antud lõputöös kasutab autor eeltoodud meetoditest rahavoogude diskonteerimist ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Antud meetodide kirjeldused on välja toodud järgnevates alapeatükkides.

1.2. Finantsasutuste õiglase väärtuse hindamise raamistik ja meetodid

Probleemid finantsteenuseid osutava ettevõtte väärtustamisel tulenevad kahest peamisest tunnusest. Esimeseks probleemiks on, et rahavoogusid finantsteenuseid osutavasse ettevõttesse ei saa kergesti hinnata, kuna kirjed nagu kapitalikulud, käibekapital ja võlg ei ole selgelt määratletud. Teine probleem on, et enamik finantsteenuste ettevõtteid tegutseb reguleeriva raamistiku alusel, mis reguleerib nende kapitaliseerimist, kuhu nad investeerivad ja kui kiiresti nad saavad kasvada. (Damodaran 2009, 1)

Ettevõtetel on kaks viisi, kuidas ennast finantseerida. Nendeks on võlg ja omakapital. Finantsettevõtete puhul on erinevus võla osas. Tootmisettevõtted võtavad laenu, et teha investeeringuid ning siis saame neid hinnata nende varade ja investeeringute põhjal. Finantsettevõtet puhul ei vaadelda võlga kui kapitaliallikat. Võlg on panga jaoks miski, mida saab kõrgema hinnaga edasi müüa ja kasumit teenida. (Damodaran 2009, 7)

Panga hindamise teeb veel keeruliseks faktor, et pangad on avatud krediidiriskile. Samuti on oluliseks aspektiks, et panga kasum ja väärtus sõltuvad palju rohkem intressiriskist kui teised majandusharud. (Deev 2011, 35)

1.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks klassikalisemaid ettevõtete hindamise meetodeid. Selle lähenemise järgi sõltub ettevõtte väärtus tulevikus teenitavate rahavoogude suurusest, mida

on kaalutud nii riskitaseme, omanike nõutava tulunormi kui ka muude teguritega (Kert 2007, 166). Diskonteeritud rahavoogude meetod keskendub eeldatava tulevaste rahavoogude konverteerimisele nende nüüdisväärtuseks (Deev 2011, 37).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul ei ole mõistlik pankade puhul klassikalist meetodit kasutada, sest pankadele on määratud erinevad regulatsioonid ning seetõttu on vabade rahavoogude hindamine keeruline. Finantsasutused investeerivad peamiselt immateriaalsetesse varadesse nagu bränd ning samuti IT. Selle tagajärjel on nende tuleviku investeeringud aruannetes kajastatud tegevuskulude all ning rahavoogude aruanne kajastab madalaid kapitalikulutusi. (Damodaran 2009, 8)

Seetõttu on paljud analüütikud öelnud, et finantsasutuste puhul ei ole vabade rahavoogude hindamine võimalik ning pakkunud välja kasutada dividende kuna need on üldjuhul ainukene jälgitav rahavoog finantsasutuste puhul (Damodaran 2009, 10).

Põhilises dividendide diskonteerimise mudelis on aktsia väärtus sellel aktsial oodatavate dividendide nüüdisväärtus (Damodaran 2009, 15). Dividendide diskonteerimise mudel (DDM) on diskonteeritud rahavoogude mudelite teoreetiline laiendus, mis kehtib pankade kohta. (Deev 2011, 37). Antud mudel on sarnane diskonteeritud rahavoogude valemile, erinevusega, et diskonteeritud rahavoogude asemel kasutatakse dividende. Mudeli üldkuju esitab valem (Stowe *et al* 2007, 60):

$$PV = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kus

PV – dividendide nüüdisväärtus

D_t – dividendid perioodil t ,

r – diskontomäär(omakapitali hind),

t – periood,

n – vara eluiga

Diskontomäärana kasutakse antud meetodis omakapitali hinda kuna *WACC-i* ehk keskmise kaalutud kapitali hinna meetodi kasutamise puhul peaks saama selgelt eristada laene ja kohustusi, mida panga puhul on raske eristada. Laenude puhul on omakorda keeruline eristada erinevate laenude hindasid (Beltrame *et al* 2016, 13).

Tulevasi rahavoogusid ehk dividende prognoositakse üldiselt 3-10 aastat ning aktsia väärtuse annab tulevaste perioodide oodatavate dividendide nüüdisväärtuse summa ning aktsia terminaalkväärtus (Pinto *et al* 2015, 244-245). Mingil hetkel muutub isegi võtmetegurite prognoosimine aasta-aastalt ebapraktiliseks. Rahavoogude hindamiseks sellest punktist edasi kasutatakse jätkuva väärtuse valemit, mida sageli nimetatakse terminaalkväärtuseks. (Koller *et al* 2020, 224) See leitakse järgneva valemi järgi (Damodaran 2009, 46):

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

kus
 CF_t – rahavood(dividendid) perioodil t
 g – kasvumäär

Kuna rahavoogude igavene hindamine ei ole teostatav, lihtsustame protsessi, hinnates rahavoogusid piiratud perioodiks ja seejärel lisame "Terminaalkväärtuse", mis hõlmab kõigi selle perioodi järgsete rahavoogude väärtust (Damodaran 2009, 2). Kuna dividendide diskonteerimise mudeli kohaselt on dividendide kasvutempo liiga kõrge, mis pikas perspektiivis pole jätkusuutlik ega võimalik, võime eeldada, et mingil hetkel kasvutempo muutub jätkusuutlikuks ning konstantseks. See võimaldab meil hinnata aktsia väärtust diskonteeritud dividendide mudelis dividendide diskonteeritud väärtuste ja terminaalkväärtuse summana. (Damodaran 2013, 8) Ettevõtte väärtus on leitav järgneva valemi järgi: (Damodaran 2009, 2)

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

kus
 TV – terminaalkväärtus,
 n – kasvuperioodi viimane aasta, peale mida kasv stabiliseerub

Kui soovime hinnata ettevõtte õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil, tuleb leida omakapitali hind, seda ka juhul kui kasutame vaba rahavoona dividende. Omakapitali hinna leidmiseks on finantsasutuste puhul sobivaimaks meetodiks kapitalivarade hinnakujunemise mudel (*CAPM – capital asset pricing model*). Mudel esineb kujul (Stowe *et al.* 2007, 48):

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

kus
 $E(R_i)$ – oodatav omakapitali tulusus
 R_f – riskivaba tulumäär
 β_i – beetakordaja

$E(R_m)$ – turu oodatav tootlus
 $E(R_m) - R_f$ – tururiski preemia

Riskivaba tulumäär on tulu, millel puudub risk ning mille puhul investor ootab riskivaba tootlust (Konkurentsiamet 2019, 8). Kui valitsus emiteerib pikaajalisi kohalikus valuutas võlakirju ja nende võlakirjadega kaubeldakse, saab nende võlakirjade intressimäärasid kasutada riskivaba tulumäära hindamise lähtepunktina. (Damodaran 2012, 157) Autor kasutab käesolevas töös Saksamaa 10-aastast võlakirja. Lisaks liidab autor riskivabale tulumäärale riigi riskipreemia. Eesti Panga hinnangul määratleb riigiriski see suhteline raha hulk, mida Eesti riik peab rahvusvaheliselt turult raha laenates maksma rohkem riigist, kellel on Eestist parem maksevõime reiting (nt Saksamaa) (Konkurentsiamet 2019, 10). Eesti on küll emiteerinud pikaajalisi võlakirju, viimati 2022. aasta sügisel, kuid autor ei kasuta Eesti võlakirja, kuna puudub usaldusväärne turuinfo tootluse kohta.

Beetakordaja mõõdab investeeringu spetsiifilist riski ja koosneb kahest elemendist: süstemaatiline risk ja mittesüstemaatiline risk. Süstemaatiline risk on turu üldise trendiga seotud risk. Samas tööstusharus tegutsevatele ettevõtetele on süstemaatiline risk kõikide jaoks sama. Mittesüstemaatiline risk on riski osa, mis ei ole seotud turutrendidega, vaid on seotud ettevõtte spetsiifiliste omadustega, nagu näiteks tegevuse efektiivsus ja kasumlikkus. (Fazzini 2018, 90) Beetakordaja näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Turuindeksi beeta on üks. Kui aktsia beeta on alla ühe, siis aktsia risk on alla turu keskmise. Kui aktsia beeta on üle ühe, siis on aktsia risk üle turu keskmise. (Konkurentsiamet 2019, 19) Autor kasutab beetakordajana sektori beetat. Sektori beeta on andmebaaside, analüütikute aruannete ja sektoriväljaannete koondnäitaja. (Fazzini 2018, 93)

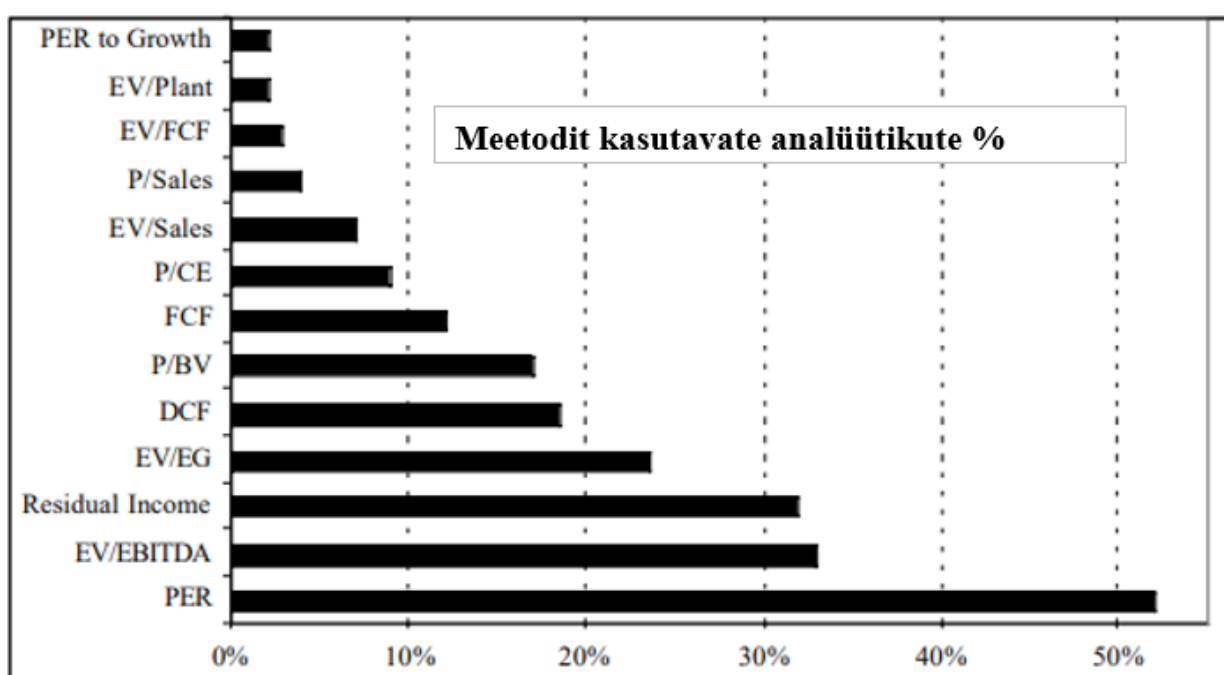
Tururiskipreemia näitab kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Seega on tururiskipreemia kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Tururiskipreemia leidmisel võib kasutada kahte lähenemist: ajalooliste andmete alusel leitava riskipreemia või oodatava riskipreemia leidmine. (Konkurentsiamet 2019, 18)

1.4. Võrreldavate suhtarvude meetod

Suhtarve kasutatakse praktikas laialdaselt ettevõtte hindamisel. Näiteks kasutavad finantsanalüütikud ettevõtte väärtuse hindamiseks ja investoritele soovitude andmiseks lisaks

diskonteeritud rahavoogude (*DCF*) hindamisele ka suhtarve (Schueler 2020, 1) . Üks lihtne viis, kuidas investorid ja juhid ettevõtteid hindavad, on ettevõtte suhtarvude võrdlus teiste ettevõtete suhtarvudega. Samas tööstusharus ja sarnase jõudlusega ettevõtetel peaksid olema sarnased suhtarvud (Koller *et al.* 2020, 203).

Selle tehnika populaarsuse peamine põhjus on selle lihtsus. Erinevalt diskonteeritud dividendide ja rahavoogude meetoditest ei nõua lihtne suhtarvude hindamine üksikasjalikke mitmeaastaseid kasumlikkuse, kasvu ja omakapitali maksumuse prognoose. (Yoo 2006, 109) Analüütikute poolt enim kasutatavad väärtuse hindamise meetodid on toodud välja joonisel 1.



Joonis 1. Analüütikute enim kasutatud meetodid

Allikas: Fernandez 2001, 2

Jooniselt 1 võib näha, et analüütikute poolt enim kasutatavaks suhtarvuks on PER ehk P/E suhtarv ning järgnevad EV/EBITDA, diskonteeritud rahavoogude meetod ja P/B suhtarv.

Suhtarvude hindamise lähenemisviisi puhul toimub hindamine kaudselt, tuginedes suhtarvudele nagu hind/kasum aktsia kohta (P/E), hind/aktsia bilansiline väärtus (P/B) või EV/EBITDA (Serra *et al* 2018, 1973). Ettevõtte suhtarve, nagu EV/EBITDA või EV/EBIT, ei saa finantsteenuseid osutavate ettevõtete väärtustamiseks niisama lihtsalt kasutada, sest pankade või kindlustusseltside väärtuse ja tegevustulu hindamine on keeruline. Kuna müük ja tulud ei ole finantsteenuseid

osutavate ettevõtete puhul adekvaatselt mõõdetavad, siis ei saa ka hinna/müügi (P/S) suhet panga puhul kasutada. (Damodaran 2009, 27) Suhtarvud nagu P/E ja P/B sobivad finantsteenuseid osutavatele ettevõtetele palju paremini kui suhtarvud nagu EV/EBITDA (Damodaran 2012, 584).

Suhtarvudega hindamise kõige populaarsem mõõdik on on eelnevalt mainitud P/E suhtarv. See arvutatakse aktsiahinna jagamisel aktsiakasumiga (EPS) (Forte *et al.* 2020, 3):

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

kus

P – aktsia turuhind

EPS – kasum aktsia kohta

P/E suhtarv näitab, mitu ühikut on investor nõus maksta ühe ühiku kasumi eest või mitu aastat kulub antud kasumi- ja hinnataseme juures investeringu tasa teenimiseks (Kert 2007, 131). Ettevõtte, mille P/E suhtarv on kõrgem kui samas valdkonnas tegutseval sarnasel ettevõttel, on see investori jaoks pigem eemaletõukav. Samas võib sektori keskmine P/E suhtarv viidata, et turg ootab tulevikus tulude kasvu. (Gottwald 2012, 22). P/B suhtarv annab ettevõtte väärtuse arvestusliku hinnangu, mis erineb finantsturgude omast. Raamatupidamisliku väärtuse arvestushinnangud põhinevad põhilistel raamatupidamisreeglitel, mis võtavad arvesse vara ostuhinda, amortisatsiooni korrigeerimisi jne. P/B aitab investoril kindlaks teha, kas aktsia on üle- või alahinnatud. (Sharma *et al* 2013, 3) P/B suhe võib tööstusharude lõikes suuresti varieeruda, olenevalt jällegi kasvupotentsiaalidest ja igasse sektorisse tehtud investeeringute kvaliteedist (Damodaran 2012, 455). P/B suhtarv leitakse järgneva valemi järgi:

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

kus

P – aktsia turuhind,

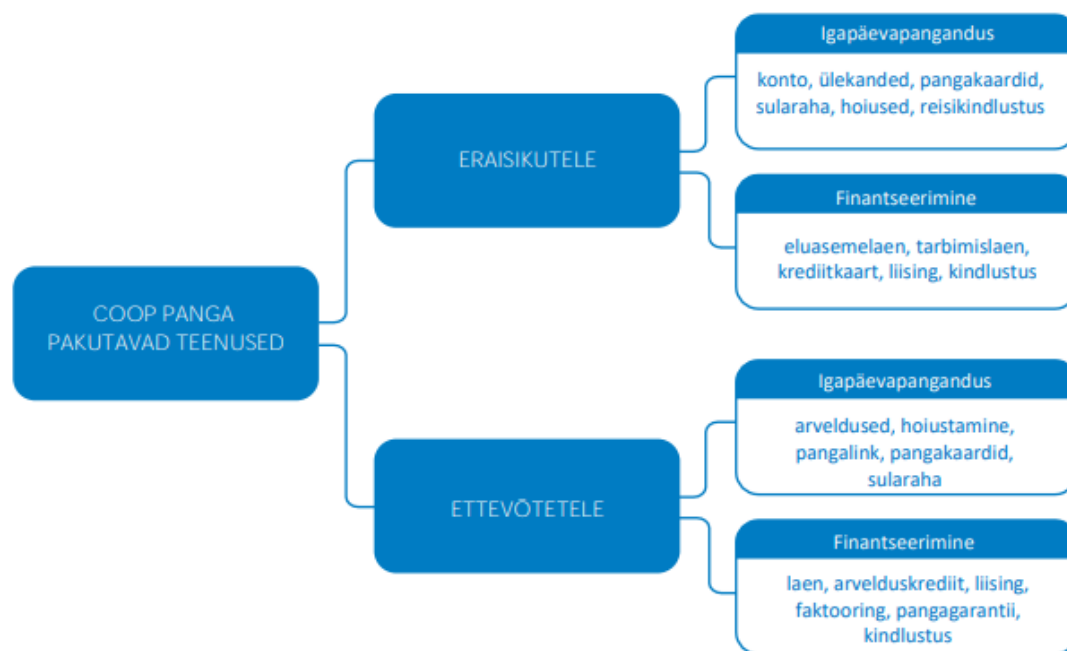
B – aktsia bilansiline väärtus

Hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe on alati investorite tähelepanu köitnud. Aktsiaid, mis müüvad tunduvalt alla omakapitali bilansilise väärtuse, on üldiselt peetud alahinnatuks, samas kui aktsiaid, mis müüvad üle oma bilansilise väärtuse, on peetud ülehinnatuks. (Damodaran 2012, 511)

2. COOP PANK AS

2.1. Ettevõtte Coop Pank AS tutvustus

Käesoleva lõputöö uuritavaks ettevõtteks on Coop Pank, mis lansseeriti 2017. aastal, et tuua turule esimene pank Eestis, mis loob sünergia kaubanduse ja panganduse vahel. Panga strateegiliseks omanikuks on Coop Eesti, kellega koos pakutakse pangateenuseid kõikides Coop kauplustes üle Eesti. (Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2018, 5) Coop Pank AS pakub erinevaid igapäevapangandus- ning finantseerimisteenuseid nii eraisikutele kui ka ettevõtetele. Täpsem teenuste jaotus on välja toodud alljärgneval joonisel.

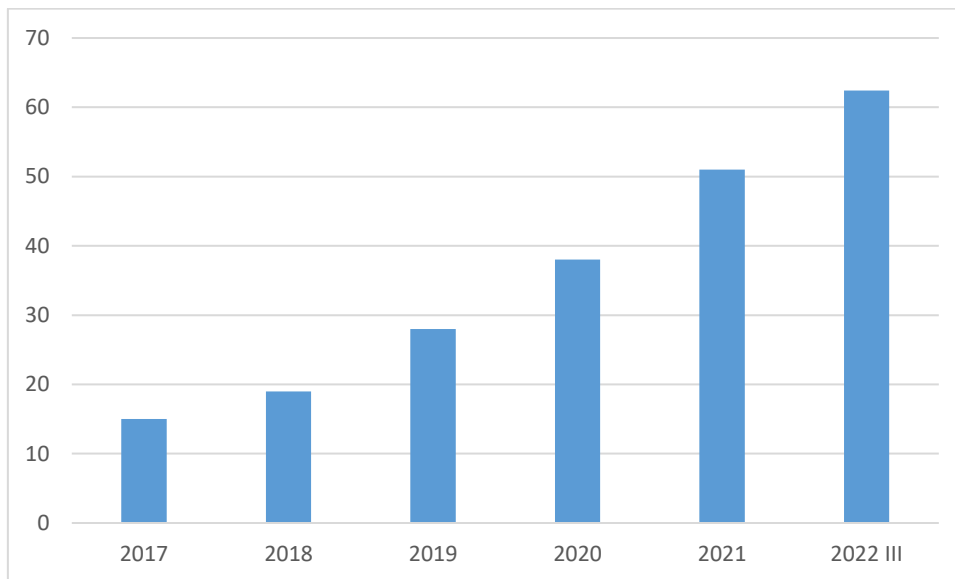


Joonis 2. Coop Pank AS pakutavad teenused

Allikas: Coop Pank AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2021, 6

Coop Pank AS on kontserni emaettevõtte ning sinna kuuluvad veel Coop Liising AS, Coop Finants AS, Coop Kindlustusmaakler AS, CP Varad AS ning SIA Prana Property, mis on registreeritud Lätis.

Coop Panga pikem strateegiline eesmärk on jõuda 150 000 arveldava kliendini (arveldav klient on teinud 60 päeva jooksul vähemalt 4 tehingut). 2021 aasta lõpus oli Coop pangal ca 51 000 arveldavat klienti ja kokku 114 600 klienti. Pank on kliendibaasi kasvatanud keskmiselt 24% aastas (Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 7). 2022. aasta kolmandas kvartalis oli pangal ligi 139 000 klienti, kellest 62 400 arveldavad kliendid (Coop Pank AS vahearuanne 9 kuud, 3). Kliendibaasi muutus aastate lõikes on näha alljärgneval joonisel.



Joonis 3. Coop Pank AS arveldavate klientide arv (tuhandetes)

Allikas: Coop Pank AS vahearuanne 9 kuud, 3; Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 7

Coop Panga strateegiaks on anda panus Eesti inimeste ja ettevõtete arengusse ning toetada Eesti majanduse arengut. Coop Panga kliendid saavad teha sularaha sisse- ja väljamakseid oma pangakontolt enam kui 300 Coop'i kaupluses üle Eesti. Selle abil ei pea inimesed sõitma pikki vahemaid pangautomaatide või kontorite juurde. Selle abil aidatakse kaasa regionaalsele arengule. Lisaks annab Coop Pank panuse Eesti inimeste rahatarkuse kasvatamiseks läbi taskuhäälingu (Kogukonna...). Samuti on oluliseks märksõnaks kiirus. Erakliendid saavad internetis avada konto ca 3 minutiga. Lisaks tehakse väikelaenu ja krediitkaardi otsused ca 5 minutiga. 2022. aasta suvest tehakse ka kodulaenu otsus ühe tööpäeva jooksul. (Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 5)

Samuti peab Coop Pank väga oluliseks keskkonnamõju. Positiivse keskkonnamõju tagamiseks on Coop Pank liitunud Vastutustundliku Ettevõtluse Foorumiga, kus on võtnud investorliikme rolli.

Pank ei finantseeri inimestele või keskkonnale ohtlikke projekte ning pakuvad järk-järgult erinevaid tooteid, mis soodustavad keskkonnasäästlike tehnoloogiate laiemat levikut ja aitavad seeläbi vähendada CO2 jalajälge. (Keskkonna...) Samuti liitus Coop Pank 2022. aastal süsiniku arvepidamise finantspartnerlusega PCAF (*Partnership for Carbon Accounting Financials*), mis aitab neil mõõta laenuportfelli CO2 jalajälge. Alates kolmandast kvartalist hakkas Coop Pank pakkuma rohelist liisingut, kus pakuvad keskkonnasäästlikumate elektri- ja hübriidautode ostjatele paremaid liisingutingimusi. (Coop Pank AS vahearuanne 9 kuud, 3)

Coop Pank on eestimaine pank ning kõik otsused tehakse Eestis. Omanikeks on valdavalt kodumaised investorid ning investorsuhteid hinnatakse kõrgelt. 2021. aastal täitis Coop Pank endale seatud eesmärgid ja investoritele antud lubadused. Samuti seati eesmärk järgmiseks viieks aastaks. Eesmärgiks on 2027. aasta alguseks kasvatada panga turuosa 10%-ni ja laenuportfell ca 2 miljardi euroni (vähemalt 150 000 arveldavat klienti). Seoses ärimahtude kasvatamise tulemusena seadis pank eesmärgiks saavutada suurem efektiivsus (kulu-tulu suhe alla 50%) ja pakkuda aktsionäridele kõrgemat omakapitali tootlust (ROE vähemalt 15%). (Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 10)

Coop Panga dividendipoliitika määrab, et panga eesmärk on maksta dividendideks koos sisalduva tulumaksuga 25% panga konsolideerimisgrupi aktsionäridele kuuluvast maksude eelsest aastakasumist. Esimene dividendimakse toimus 2022. aastal. Dividendi maksmise eelduseks on (Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 22):

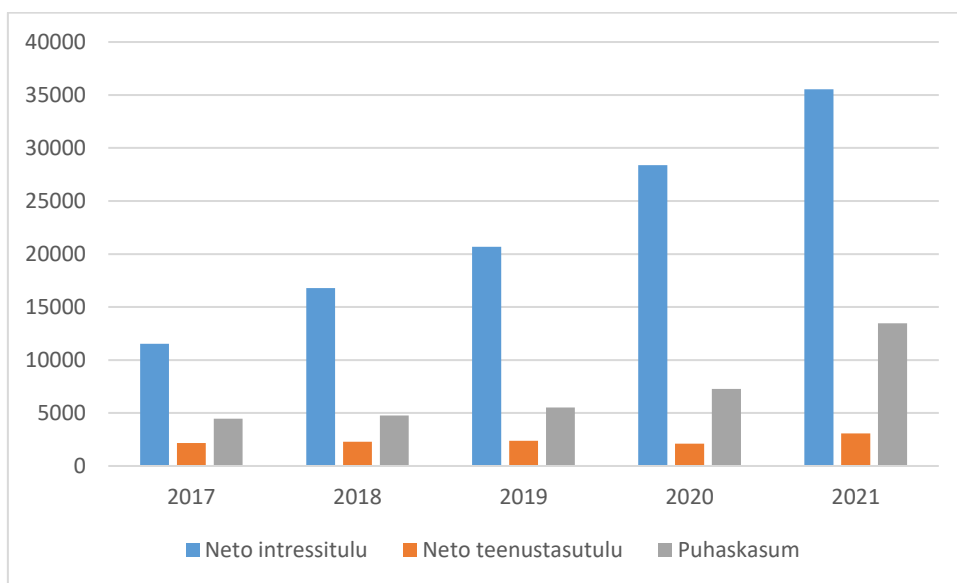
- väliste- ja sisemiste kapitalinõuete ning likviidsusnõuete täitmine
- kapitali tase peale dividendi makseid on jätkusuutlik ning piisav, et tagada ärimahtude kasvu ning investeringute vajadusi

2.2. Ettevõtte Coop Pank AS finantsanalüüs

Coop Pank AS-i ärimahu suurima osa moodustavad hoiused ja laenuportfell. Sellest tulenevalt on suurimaks tuluallikaks intressitulu (vt joonis 4). Seoses laenuportfelli hoogsa kasvuga on tõusnud intressitulud. Coop Panga eesmärgiks on turuosa suurendamine ning nad on suutnud stabiilset tugevat kasvu näidata. Panga laenuportfell on viimase 5 aasta jooksul stabiilselt tõusnud (vt tabel 2). Coop Panga laenuportfell on 238 miljonilt eurolt 2017. aastal kasvanud 953 miljonini 2021.

aastal. Keskmise laenuportfelli mahu kasv on 41% aastas. Seoses tulude kasvuga on kasvanud ka kulud, kuid väiksemal määral, mis mõjutab positiivselt kulu/tulu suhtarvu.

Autor analüüsis viimase viie aasta intressi- ja teenustasutulusid ning puhaskasumit (vt joonis 4). Jooniselt on näha, et nii ettevõtte intressitulu kui ka puhaskasum on viimase viie aasta jooksul stabiilselt tõusnud. Teenustasutulu on samuti tõusnud, kuid kasv on olnud madalam kui puhaskasumi ja intressitulu puhul. Intressitulu keskmine kasv viie aasta jooksul on olnud 33% aastas ja puhaskasumi kasv 35% aastas. Teenustasutulu kasv on jäänud 11% juurde.



Joonis 4. Coop Pank AS intressi- ja teenustasutulud ning puhaskasum aastatel 2017-2021
Allikas: Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanded 2017-2021

Samuti on näha tabelist number 2 ärimahtude kasvu viimase viie aasta jooksul. Tabelist on näha, et neto laenuportfell ja klientide hoiused(deposiidid) ja saadud laenud on samuti kasvanud viimase viie aasta jooksul keskmiselt vastavalt 41% ja 37% sarnaselt intressituludele ja puhaskasumile. Coop Panga eesmärgiks on saavutada 10% turuosa. Coop Pank on viimastel aastatel turuosa suurendanud ning hetkel on nende laenude turuosa 5% ning hoiuste turuosa 4% (Eesti finantsteenuste...).

Tabel 2. Coop Pank AS ärimahud aastatel 2017-2021 (miljonites eurodes)

ÄRIMAHUD(miljonites eurodes)	2017	2018	2019	2020	2021	Keskmine kasv(%)
Neto laenuportfell	238	329	460	671	953	41%
Klientide hoiused ja saadud laenud	316	385	507	758	1099	37%
Allutatud laenud	5	5	7	7	17	46%
Omakapital (emaettevõtte omanike osa)	45	49	89	98	112	29%

Allikas: Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanded 2017-2021

Autor toob tabelis 3 välja järgmised näitajad: ROE ehk omakapitali tootlus, ROA ehk varade tootlus, neto intressimarginaal, laenude ja hoiuste suhe ja kulude ja tulude suhe.

Tabel 3. Coop Pank AS finantsnäitajad

Suhtarv	2017	2018	2019	2020	2021
Omakapitali tootlus (ROE) %	11,7	10,1	9,8	7,8	12,9
Varade tootlus (ROA) %	1,3	1,2	1	1	1,3
Neto intressimarginaal (NIM) %	3,7	4,3	4,2	3,9	3,4
Laenude ja hoiuste suhe (LDR) %	75,3	85,4	90,9	88,5	86,8
Kulude ja tulude suhe (CIR)%	66,6	68,8	68,6	60,5	57,2

Allikas: Autori arvutused majandusaasta aruannete põhjal

ROA kajastab ettevõtte tegevuse efektiivsust, mis arvutatakse puhaskasumi jagamisel koguvaraga. ROE peegeldab ettevõtte finantstulemusi, mis arvutatakse puhaskasumi jagamisel omakapitali bilansilise väärtusega. Täpsemalt, ROA peegeldab ettevõtte teenitud kasumit iga varadesse investeeritud euro kohta, samas kui ROE peegeldab ettevõtte võimet teenida tulu, kasutades tõhusalt aktsionäride investeeritud vahendeid. (Jell-Ojobor 2022, 1969) Tabelis number 3 on näha, et omakapitali tootlus (ROE) vähenes kuni 2020. aastani ning on tõusnud 2021. aastal 12,9%-ni. Coop Panga eesmärk on pakkuda aktsionäridele omakapitali tootlust 15% ning 2022. aasta kolmanda kvartali põhjal on ROE 19,1%. Omakapitali tootlus on peale 2020. aastat tõusnud ning hetkel on Coop Pank eesmärki täitmas. Varade tootlus ROA on viimase viie aasta jooksul olnud vahemikus 1,0-1,3% ning 2022. aasta kolmanda kvartali põhjal 1,5%, mis näitab, et varade tootlikkus on tõusnud.

Panga netointressimarginaal (NIM) on netointressitulu (ehk intressitulu ja -kulu vahe) väljendatud suhtena panga koguvaradesse. Mida kõrgem on antud näitaja, seda odavam on rahastamine panga jaoks ning seda kõrgema marginaaliga pank tegutseb. Netointressimarginaal avaldab olulist mõju panga kasumlikkusele, seni kui varade kvaliteet on tagatud. (Samburov 2014, 36) Coop Panga neto

intressimarginaal saavutas maksimaalse taseme 2018. aastal, kui see oli 4,3%. Järgnevatel aastatel on intressimarginaal langenud, kuid 2022. aasta kolmanda kvartali tulemuseks oli 3,5%, mis on 0,1% kasvu võrreldes aasta algusega. Samuti võib eeldada, et kasvavate intressimäärade tingimustel kasvab intressimarginaal järgmisel aastal veelgi.

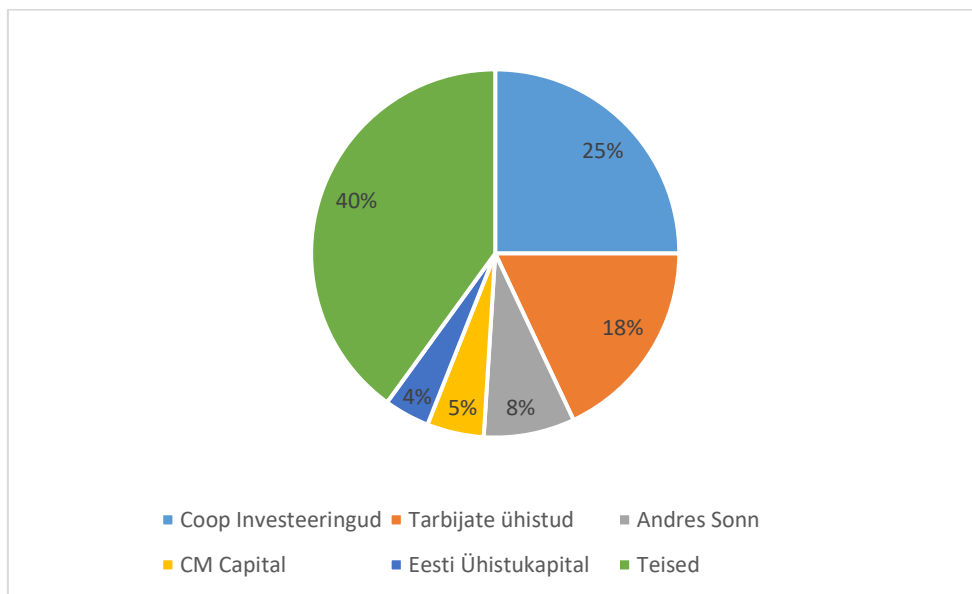
Kulude ja tulude suhe ehk CIR näitab mitteintressikulude suhet panga tuludesse, peegeldades otseselt, kuivõrd efektiivselt antud finantsinstitutsioon tegutseb. Suhtarvu vähenemine tähendab panga efektiivsustaseme tõusu, kuna suudetakse teenida sama tulu väiksemate kulude juures. (Samburov 2014, 37) Coop panga eesmärgiks on hoida kulude ja tulude suhe alla 50% ning 2022. aasta 3. kvartali põhjal oli see 50% (Coop Pank AS vahearuanne 9 kuud, 3). Coop Panga kulude ja tulude suhe on viimase viie aasta jooksul langenud ning oli 2021. aastal 57,2%. Pank on muutunud efektiivsemaks ning seda kajastab ka 2022. aasta kolmanda kvartali vahearuanne, kus Coop Pank täitis oma eesmärgi kulu-tulu suhte osas.

Laenude ja hoiuste suhtarv aitab hinnata, millisel määral on laenuportfell kaetud stabiilsete vahenditega ehk hoiustega. Kui laenude ja hoiuste suhtarv on liialt madal, tähendab see, et pangal on stabiilset rahastust vähe ning sellisel juhul võib tekkida võimalus, et pank peab otsima rahastust mujalt, kuna ei suudeta rahuldada vajadusel hoiustajate nõudmisi. (Mabwe 2022, 353) Laenude ja hoiuste suhe on Coop Pangal viimastel aastatel olnud 86-90% vahel. Suhe on püsinud üsna stabiilsena ning Eesti pangandussektori keskmine 2022. aasta teises kvartalis oli 87% (Pangandussektori...).

Kokkuvõttes võib öelda, et tuginedes ülal toodud suhtarvudele ja teistele finantsnäitajatele, et Coop Pank on kiires kasvufaasis olev ettevõtte ning seda peegeldavad ka suhtarvud. Finantsnäitajad on viimastel aastatel kiirelt kasvanud, kuid samal ajal on suudetud omakapitali tootlust ning kulude ja tulude suhet parandada ehk pank on efektiivsemaks muutunud. Laenude ja hoiuste suhe on Eesti pangandussektoriga võrreldes sarnane ning nii omakapitali tootlus kui ka varade tootlus on viimastel aastatel tõusnud. Arvestades Euribori tõusuga, võib prognoosida tulevasteks perioodideks intressitulu ning puhaskasumi tõusu, kuid arvestama peab ka võimaliku laenude allahindluste kasvuga.

2.3. Coop Pank AS aktsia ülevaade

Coop Pank AS aktsionäre on kokku 27 299, kellest 25% on Coop Investeeringud, 18% Tarbijate ühistud ja ligi 40% väikeinvestorid (vt joonis 5). Suurininvestoreid ehk üle 100 000 aktsia on 47 investoril ning alates aktsiate noteerimisest on lisandunud 17 000 aktsionäri.



Joonis 5. Coop Pank AS aktsionäride osakaalud, %
Allikas: Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 21)

Joonisel number 5 on välja toodud Coop Pank AS 5 suurimat aktsionäri. Suurimaks aktsionäriks on Coop Investeeringud 25% osalusega. Tarbijate Ühistu koosneb Coop Eesti Keskühistu Tarbijate liikmetest ning nad on kajastatud ühiselt. Neile kuulub 18% osalus, kuid eraldiseisvalt ei oma ükski ühistu üle 5%. Alla 10% osalusega on Andres Sonn, CM Capital ja Eesti Ühistukapital. Ülejäänud 40% on väiksem osalus.

Coop Pank AS sisenes Tallinna börsile 10. detsembril 2019. aastal. Aktsia märkimishinnaks kujunes 1,15 eurot aktsia kohta. Maksimaalsest IPO mahust märgiti 71%. Coop Pank AS-i väärtpaberit puudutav informatsioon on kajastatud tabelis number 4.

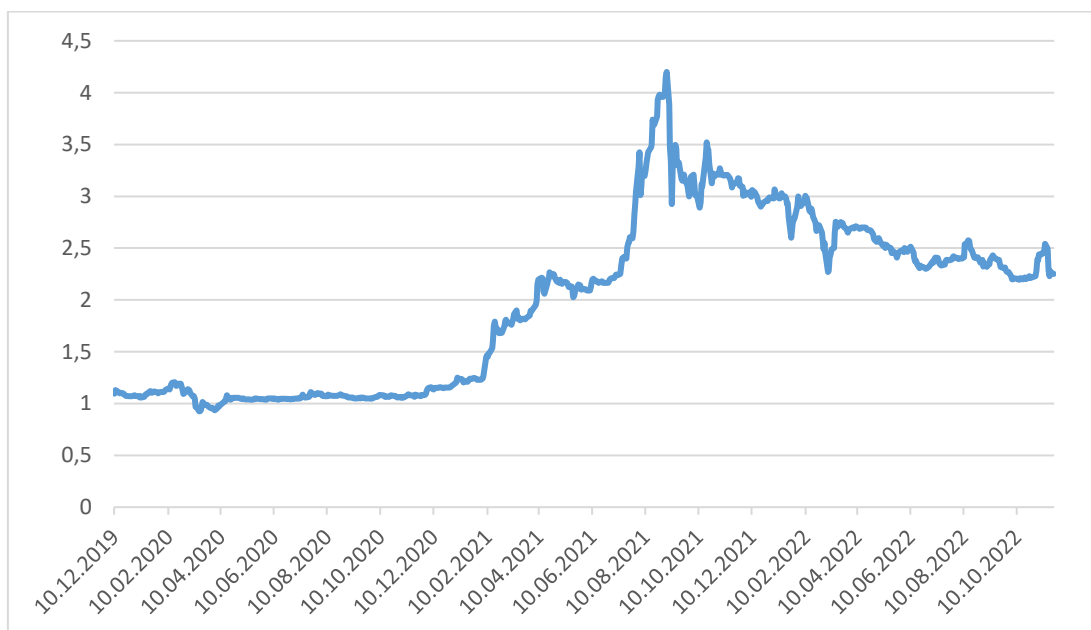
Samuti teatas Coop Pank 1. novembril 2022, et emiteerivad 7,6-10,1 miljonit uut aktsiat eesmärgiga kaasata ettevõtte kasvuks 15-20 miljonit eurot. Coop Panga uute aktsiate emissioonihinnaks kujunes 2,00 eurot.

Tabel 4. Coop Pank AS väärtpaberi informatsioon

ISIN	EE3100007857
Emitent	Coop Pank AS
Väärtpaberi lühinimi	CPAIT
Nimekiri	Nasdaq Tallinna börs Balti aktsiate põhinimekiri
Noteerimise kuupäev	10.12.2019
Väärtpaberite arv	91 324 176 aktsiat

Allikas: Coop Pank AS (2022)

Tabelis 4 on välja toodud Coop Panga oluline väärtpaberiga seotud informatsioon. ISIN kood on väärtpaberi identifitseerimise number. Samuti on välja toodud, kus on väärtpaber emiteeritud, koos emitendi ning väärtpaberi lühinime ja noteerimise kuupäevaga. Lisaks on välja toodud väärtpaberite ehk aktsiate arv, mida kasutatakse õiglase väärtuse hindamiseks.



Joonis 6. Coop Pank AS väärtpaberi turuhinna muutus 10.12.2019-21.11.2022.

Allikas: Nasdaq (2022)

Joonisel 6 on välja toodud Coop Panga aktsia turuhinna kõikumine alates turule tulekust 10.12.2019. Coop Pank AS aktsia märkimishind oli 1,15 eurot aktsia kohta ning aktsia avanes hinnaga 1,01 eurot, mis oli märkimishinnas 12% madalamal. Turule tulekust saadik kuni 1. veebruarini 2021. aastal oli aktsiahind üsna stabiilne ja vähese kasvuga. Alates veebruarist 2021

hakkas aktsia tõusma ning saavutas tipu 30. augustil 2021. aastal makstes 4,06 eurot. Peale seda on hind olnud languses ning võrreldes suurima hinnaga on langenud 36%. 21.11.2022. seisuga oli aktsia turuhind 2,25 eurot.

3. COOP PANK AS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil

Enamik finantsteenuste ettevõtteid tegutseb reguleeriva raamistiku alusel, mis reguleerib nende kapitaliseerimist, kuhu nad investeerivad ja kui kiiresti nad saavad kasvada. (Damodaran 2009, 1)

Pankade ja investeerimisühingute kapitalinõudeid käsitlevate Euroopa Liidu eeskirjadega soovitakse parandada ELi pangandussektori suutlikkust taluda majandusšokke, parandada selle riskijuhtimist ja tagada majanduslanguste ajal tavapärane laenutegevus. Nende eeskirjadega rakendatakse ELi õiguses ka rahvusvaheliselt kokku lepitud pankade kapitali adekvaatsuse standardeid ehk Basel III kokkulepet. (Pangandusliit 2022) Basel III kokkuleppe kohaselt on panga kapital jagatud kaheks: Tier 1 kapital, mida nimetatakse ka jätkuva tegevuse (*going concern*) eelduse kapitaliks ning Tier 2 kapital, mis on vajalik panga tegevuse lõppemise või pankroti korral, et maksta tagasi oma kohustused. (Chen 2014, 9)

Basel III kohustab krediidiastutusi hoidma 4,5% CET 1 kapitali riskiga kaalutud varadest (RWA) ning 6% esimese taseme omavahendeid (Tier 1 kapital). Kogu kapitalinõue (CAD), mis sisaldab esimese ja teise taseme omavahendeid on 8% riskiga kaalutud varadest. Lisaks on sätestatud kapitali säilitamise puhver 2,5% koguriskipositsioonist. Minimaalne kogukapital ning kapitalipuhver peab olema 10,5%. (Calculation...) Lisaks Basel III kapitalinõuetele on Eestis Finantsinspektsioon kehtestanud vastutsüklilise kapitalipuhvri 1% alates 7. detsembrist 2022, mis veel ei kehti ning süsteemselt olulise krediidiastutuse puhvri. Süsteemselt olulise krediidiastutuse puhver kohaldub Swedbank AS-ile, AS SEB Pangale, Luminor Pank AS-ile ning AS LHV Pangale. (Eesti Pank, 2022) Coop pank AS on majandusaasta aruandes välja toonud neile kohalduvad omakapitali nõuded (vt joonis 7).

Nõuded omavahenditele

Esimese taseme põhiomavahendite suhtarv	4,50%	I taseme põhiomavahendid/koguriskipositsioon
Esimese taseme omavahendite suhtarv	6,00%	I taseme omavahendid/koguriskipositsioon
Koguomavahendite suhtarv (kapitali adekvaatsus)	8,00%	koguomavahendid/koguriskipositsioon
Kapitali säilitamise puhver	2,50%	Koguriskipositsioonist

Joonis 7. Coop Pank AS nõuded omavahenditele 2021. aastal
Allikas: (Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2021, 15)

Joonisel 7 on kajastatud Coop Panga nõudeid omavahenditele. Tabelis on kajastatud Tier 1 omavahendite baasnõudeks 6%. Lisaks on nõutud kapitali säilitamise puhver 2,5% ning alates 7. detsembrist vastutsükliline kapitalipuhver 1%. Samuti on kohandatud pankadele täiendav põhiomavahendite nõue 1,96% (Coop Pank AS Pillar 3 aruanne 2021, 7).

3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine

Käesolevas töös kasutatakse Coop Pank AS-i õiglase väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil vabade rahavoogudena dividende. Autor prognoosib rahavood aastani 2027 ning baasaastaks on 2022. Autor arvutab lisaks peale prognoosiperioodi terminaalväärtuse, mis eeldab rahavoogude stabiilset kasvu edaspidi.

2021. aasta majandusaasta aruande põhjal oli Coop Panga riskivaradeks (RWA) 648 112 tuhat eurot. Järgnevalt leidis autor eelneva viie aasta riskivarade keskmise kasvu, milleks oli 36%. Siis prognoosis autor Coop Panga kuu tulemuste ja kvartaliaruannete põhjal 2022. aasta lõpu seisuga riskivarade hulga. Järgnevalt koostas autor prognoosi järgmiseks viieks aastaks, kus arvestas kasvumäära prognoosimisel viimase viie aasta keskmist kasvu, riskivarade suhet laenuportfelli ning Coop Panga eesmärki saavutada 2026. aasta lõpuks 2 miljardi euro suurune laenuportfell. Eelnevale tuginedes koostas autor prognoosi aastateks 2023-2027, mis on välja toodud tabelis 5. Kuna Coop Pank on kiirelt kasvamas ja eesmärgiks on turuosa suurendamine, siis on viimase viie aasta riskivarade kasv märkimisväärselt kõrge. Arvestades majanduslikku olukorda otsustas autor riskivarade kasvumäära aastate jooksul järk-järgult alandada.

Tabel 5. Coop Pank AS riskivarad aastateks 2023-2027 (tuhandetes eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027
Riskivarad	1 026 609	1 201 133	1 381 303	1 560 872	1 716 960
Riskivarade kasvumäär (%)	20,0%	17,0%	15,0%	13,0%	10,0%

Allikas: Autori arvutused

Järgmisena leidis autor kohustuslikud kapitalinõuded vastavalt eelnevalt tehtud prognoosil (vt tabel 6). Coop Pank AS-i Tier 1 ehk esimese taseme omavahendite osakaal oli 2021. aastal 14,07%. Coop Panga 9 2022. aasta 9 kuu vahearuaruande kohaselt oli Tier I kapitali suhtarv 13,53% (Coop Pank AS vahearuaruande 9 kuud, 7). Kuna Coop Pank on kiiresti kasvav ning eesmärgiga turuosa suurendada, siis prognoosis autor, et kapitali adekvaatsus tõuseb järkjärgult seoses regulatsioonide tõstmisega ning jääb püsima 15% juurde.

Tabel 6. Coop Pank AS kapitalinõuded aastateks 2023-2027 (tuhandetes eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027
Riskivarad	1 026 609	1 201 133	1 381 303	1 560 872	1 716 960
Kapitalinõue	143 725	174 164	207 195	234 131	257 544
Kapitali adekvaatsus	14,0%	14,5%	14,5%	15,0%	15,0%

Allikas: Autori arvutused

Järgmisena prognoosis autor puhaskasumid, mis on välja toodud tabelis 7. Puhaskasumit on vaja leida selleks, et omakorda leida prognoositavatele aastatele vastav omakapital, sest see suureneb iga eelneva aasta puhaskasumi võrra ning seejärel väheneb maksimaalsete võimalike dividendide võrra, kust on maha arvestatud tulumaks. Puhaskasumi kasvu prognoosides arvestas autor makromajandusliku olukorraga ning eeldas, et 2023. aastal puhaskasum tõuseb seoses intressimäärade tõusuga ning järgnevatel aastatel puhaskasumi kasvumäär langeb seoses makromajandusliku olukorraga ning laenude võtmise vähenemisega.

Tabel 7. Coop Pank AS puhaskasum aastateks 2023-2027 (tuhandetes eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027
Puhaskasum	22 346	26 591	30 846	34 856	38 342
Kasvumäär (%)	22,0%	19,0%	16,0%	13,0%	10,0%

Allikas: Autori arvutused

2022. aasta ehk baasaasta puhaskasum on leitud vastavalt Coop Panga 1-3 kvartali aruannetele. 1-3. kvartali puhaskasum oli 13 835 000 eurot. Seejärel leidis autor, kui palju on 2022. aasta 1-3. kvartali jooksvul kasum tõusnud ning arvutas keskmise tõusumäära ning leidis neljanda kvartali kasumi. Kasvumäära prognoosimisel arvestas autor viimase viie aasta keskmise kasumi kasvuga, milleks on 35%. 2021. aastal tõusis kasum 85%. 2022. aasta kolme kvartali võrdluses on Coop Pank liikumas rekordkasumi suunas. Autor eeldab, et Coop Panga kasum kasvab seoses makromajandusliku olukorraga, kuid kasv väheneb iga aastaga. Kasumi kasvu kiiruse vähenemise põhjuseks on makromajandusliku olukorra halvenemine. Lisaks arvestas autor Euroopa Keskpanga otsusega intressimäärasid tõsta ning vastavalt sellele kasvab ka Coop Panga intressitulu ning kasum. Lisaks arvestas autor sellega, et Coop Pank muutub stabiilsemaks ning efektiivsemaks.

Järgmisena prognoosis autor 2022. aasta lõpu seisuga omakapitali, millele liidetakse iga järgneva aasta puhaskasum ja mida vähendatakse eelneva aasta kapitali ülejäägi ehk väljamakstavate dividendide võrra. Dividendide arvestamisel on maha arvatud ka makstav tulumaks. Tulumaks on arvestatud iga aastast kapitali ülejäägilt vastavalt Tulumaksuseadusele määras 20/80. Baasaasta omakapitali leidmiseks kasutas autor Coop Panga 1.-3. kvartali aruandeid ning oktoobri tulemusi. Järgmisena arvutati kapitali ülejääk, mis leitakse kui omakapitalist lahutada kapitali ülejääk. Kapitali ülejääk on antud töös vabad rahavood ehk maksimaalsed võimalikud potentsiaalselt väljamakstavad dividendid.

Tabel 8. Coop Pank AS kapitali ülejääk ja maksimaalne dividend aastatel 2023-2027 (tuhandetes eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027
Puhaskasum	22 346	26 591	30 846	34 856	38 342
Kapitalinõue	143 725	174 164	200 289	234 131	257 544
Omakapital	153 615	170 317	200 944	234 891	268 740
Kapitali ülejääk	9 889	-3 848	655	761	11 196
Maksimaalne dividend aktsia kohta	0,11	0,0	0,01	0,01	0,12

Allikas: Autori arvutused

Lisaks leidis autor kapitali ülejäägist maksimaalse võimaliku dividendi aktsia kohta. Maksimaalse dividendi aktsia kohta leidis autor jagades kapitali ülejäägi aktsiate arvuga, milleks on 91 234 176.

Autor arvestas, et 2022. aasta kasumist makstakse vastavalt Coop Panga dividendipoliitikale 25% dividendideks koos tulumaksuga ning 2022. aastast üle jäänud kapitali liitis autor 2023. aasta omakapitalile.

3.1.2. Omakapitali hinna ja terminaalväärtuse leidmine

Coop Panga omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse *CAPM*-mudelit, mis arvutatakse valemi 4 põhjal. Omakapitali hind sõltub riskivabast tulumäärast, turu riskipreemiast ning beetakordajast.

Riskivaba tulumäärana kasutatakse Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlust seisuga 21.11.2022 ning sellele lisatakse riigi riskipreemia. Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlus 2022. aasta 21. novembri seisuga oli 1,994%. Sellele lisas autor riigi riskipreemia, milleks Aswath Damodarani andmebaasi põhjal oli 0,99%. See teeb riigi riskipreemiaga korrigeeritud riskivabaks tulumääraks 2,98%.

Omakapitali hinna leidmiseks on vaja turu riskipreemiat, mis on kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Autor kasutas käesolevas töös riskipreemia leidmiseks ajaloolisi andmeid. Autor kasutas audiitorbüroode KPMG ja Ernst&Young tururiskipreemiate soovitusi, milleks oli 6%.

Investeeringu süstemaatilist riski mõõtva beetakordaja leidmisel lähenes autor sektoripõhiselt. Autor kasutas töös Euroopa pankade keskmist beetat, mille võttis Damodarani andmebaasist. Beetakordaja oli 2022. aasta 5. jaanuari seisuga 0,70. Tabelis 9 on välja toodud omakapitali hind ning näitajad, mida kasutati selle leidmiseks.

Tabel 9. Coop Pank AS omakapitali hind ja selle leidmiseks vajaminevad näitajad

Näitaja	Väärtus
Riskivaba tulumäär	2,98%
Turu riskipreemia	6,0%
Beetakordaja	0,70
Omakapitali hind	7,18%

Allikas: Autori arvutused

Terminaalväärtuse leidmisel lähtutakse valemist number 2, kus kasvumäärana kasutatakse Eesti majanduse pikaajalist kasvumäära. 2022. aasta suvel koostas Rahandusministeerium majandusprognoosi aastani 2026, kus 2026. aasta kasvumääraks prognoositi 2% (Rahandusministeerium, 2022). Teiseks terminaalkväärtuse leidmise sisendiks on 2027. aasta prognoositud rahavoog. Eelnevate andmete põhjal kujunes Coop Panga rahavoogude terminaalkväärtuseks aktsia kohta 2,36 eurot.

3.1.3. Coop Pank AS õiglase väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs.

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks tuleb leida tulevikus oodatavad rahavood ning terminaalkväärtus ning need diskonteerida tänasesse päeva. Ettevõtte aktsia õiglase väärtus on diskonteeritud rahavoogude summa, millele on liidetud terminaalkväärtus. Tabelis 10 on välja toodud Coop Panga tuleviku rahavood, diskonteeritud rahavood ning terminaalkväärtus.

Tabel 10. Coop Pank AS õiglase väärtuse analüüsi tulemus

	2023	2024	2025	2026	2027	Terminaalkväärtus
Tuleviku rahavood	0,11	-0,04	0,01	0,01	0,12	2,36
Diskonteeritud rahavood	0,10	-0,04	0,01	0,01	0,09	1,67
Aktsia õiglase väärtus	1,83					

Allikas: Autori arvutused

Diskonteeritud rahavoogude tulemusena sai autor Coop Pank AS aktsia õiglaseks väärtuseks 1,83 eurot. 21.11.2022 seisuga oli Coop Panga aktsia turuhind 2,25 eurot, mis on õiglasest väärtusest 22,7% kõrgem ning millest võib järeldada, et aktsia on turul ülehinnatud.

Järgnevalt viib autor läbi sensitiivsusanalüüsi, kus vaadeldakse ettevõtte väärtuse muutumist sõltuvalt kasvumäärast ja diskontomäärast muutusest eeldusel, et ülejäänud väärtuse leidmise näitajad ei muutu. Analüüsis diskontomäär ning kasvumäär suurenevad ja vähenevad 1 protsendipunkti võrra.

Tabel 11. Coop Pank AS aktsia õiglasest väärtuse sõltuvus pikaajalisest kasvumäärast ja diskontomäärast (eurodes)

Diskontomäär	Kasvumäär				
	-1,50%	-0,50%	0,50%	1,50%	2,50%
3,18%	2,42	3,03	4,10	6,42	15,60
4,18%	1,94	2,31	2,89	3,91	6,12
5,18%	1,60	1,85	2,21	2,76	3,73
6,18%	1,35	1,53	1,77	2,11	2,64
7,18%	1,16	1,29	1,46	1,69	2,01

Allikas: Autori arvutused

Tabelist 11 on näha, et diskontomäär ja kasvumäär muutumisel on madalaimaks Coop Panga aktsia hinnaks 1,16 eurot ning kõrgeimaks hinnaks 15,6 eurot. Kõrgeim hind 15,6 eurot on autori leitud õiglasest hinnast ligi 750% kõrgem ning madalaim hind 1,16 eurot 58% madalam autori leitud õiglasest väärtusest. Tabelis kujutatud väärtuste keskmiseks on 3,12 eurot, mis on õiglasest väärtusest 70% kõrgem. Tabelist on näha, kuidas hind muutub ühe näitaja muutumisel ning teise samaks jäädes. Selle abil saab tuvastada, millise näitaja suhtes on aktsia hind sensitiivsem. Vaadates aktsia hinda nii, et diskontomäär on püsivalt 7,18% ning kasvumäär tõuseb, varieerub aktsia hind 1,16 eurost kuni 2,01 euroni. Kui kasvumäär on 2,5% ning diskontomäär muutub, varieerub aktsia hind 2,01 eurost 15,6 euroni. Joonistub välja, et aktsia hind on sensitiivsem diskontomäär muutusele. Samuti võib analüüsile tuginedes väita, et madalama diskontomäär puhul on aktsia hind kõrgem ja vastupidi ning samuti on hind kõrgem suurema kasvumäär puhul ja vastupidi väiksema kasvumäär puhul on hind madalam.

Eelnevad arvutused ning sensitiivsusanalüüs näitavad, et sisendid mõjutavad aktsia õiglasest väärtuse hindamise puhul diskonteeritud rahavoogude meetodil üsna märkimisväärselt ning seetõttu ei saa kindel olla leitud õiglasest väärtuse kindluses. Iga väiksem sisendi muutus mõjutab aktsia hinda üsna palju ning seetõttu ei pruugi olla autori leitud õiglane väärtus 1,83 eurot 100% tõene.

3.2. Õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil

Käesolevas peatükis hindab autor ettevõtte õiglast väärtust võrreldavate suhtarvude meetodil. Selleks, et võrreldavate suhtarvude meetodit kasutada, tuleb leida sarnased ettevõtted. Sarnased ettevõtted peaksid olema samast sektorist, sarnase suurusega ning regulatiivsed tingimused peaksid olema sarnased. Autor kasutab võrreldavate ettevõtetenä järgnevaid pankasid: Alandsbanken, Šiaulių Bankas, LHV, Aktia Bank ja Oma Säästöpankki.

Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamiseks tuleb arvutada valitud ettevõtete suhtarvud. Suhtarvude P/B ja P/E arvutamisel on kasutatud ettevõtete aktsiate turuhinda seisuga 21.11.2022. Coop Panga aktsiahind oli sel päeval 2,25 eurot. Suhtarvu P/E, leidis autor viimase 12 kuu majandusaasta aruannete ehk 2021. aasta IV kvartali aruande ning 2022.aasta 1-3. kvartali aruannete põhjal. P/B suhtarvu võttis autor Yahoo Finance veebilehelt 2022 3. kvartali seisuga. Lisaks kasutas autor Euroopa pangandussektori keskmisi suhtarve, mis on saadud Aswath Damodarani veebilehelt 2022. aasta 5. jaanuari seisuga.

Tabel 12. Coop Pank AS-i ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud seisuga 21.11.2022

Panga nimi	P/E	P/B
LHV	17,50	2,64
Aktia Bank	12,10	1,02
Šiaulių bankas	6,02	0,85
Alandsbanken	14,81	1,71
Oma säästöpankki	10,22	1,61
Võrreldavate ettevõtete keskmine	12,13	1,57
Pangandussektori keskmine	11,80	0,58
Coop Pank	11,85	1,68

Allikas: Autori arvutused majandusaasta aruannete ja Yahoo Finance põhjal

Tabelis 12 on välja toodud suhtarvude võrdlus võrreldavate ettevõtete alusel ning on välja toodud Euroopa pangandussektori keskmine. Pangandussektori keskmise arvutamiseks on kasutatud kõiki finantsasutusi ning sellepärast on pangandussektori keskmine P/B suhtarv võrdlusgrupi suhtarvust oluliselt madalam. Autor kasutab adekvaatsema tulemuse saamiseks võrreldavate ettevõtete keskmisi suhtarve.

Tabel 13. Coop Pank AS aktsia õiglase väärtus suhtarvude põhjal

Suhtarv	Coop Pank	Võrreldavate ettevõtete keskmine	Erinevus	Õiglase väärtus
P/E	11,85	12,13	-2,3%	2,3
P/B	1,68	1,57	7,3%	2,09
Õiglase väärtus				2,2

Allikas: Autori arvutused

Coop Panga P/E suhtarv on 11,85, mis on sarnane pangandussektori keskmisele, kuid madalam kui võrreldavate ettevõtete keskmine näitaja 12,13. Tabelis number 13 on näha, et Coop Panga P/E suhtarv on 2,3% madalam, kui võrdlusgrupi keskmine. P/E suhtarvu järgi on aktsia õiglase hind 2,3 eurot, mis on turuhinnast kõrgem ning selle alusel on Coop Panga aktsia alahinnatud. Võrdlusgrupi tabelist on näha, et Šiaulių bankas P/E suhe on oluliselt madalam teistest ning teistest oluliselt kõrgem on LHV 17,50 suhtega. Nende kahe keskmine on siiski lähedal teistele ning ei mõjuta oluliselt saadud tulemust.

Coop Panga P/B suhtarv on 1,68, mis on 7,3% kõrgem võrdlusgrupi keskmisest tulemusest. P/B suhtarvu järgi on aktsia õiglase hind 2,09 eurot ning aktsia on ülehinnatud. P/B suhte puhul on oluline, et Šiaulių bankas suhtarv on teistest oluliselt madalam ning toob suhte alla. Kui eemaldada Šiaulių bankas võrdlusgrupist, oleks keskmine 1,71 ning Coop Panga aktsia suhteliselt õiglaselt hinnastatud.

Võrreldavate suhtarvude meetodil leitud Coop Pank AS õiglase väärtus on 2,2 eurot, mis on 2,6% alla turuhinna.

3.3. Hinnang saadud tulemustele

Coop Pank AS-i õiglast väärtust hinnati kahe erineva meetodi abil. Nendeks meetoditeks olid võrreldavate suhtarvude meetod ning dividendide diskonteerimise meetod. Diskonteeritud rahavoogude(dividendide) meetodi puhul prognoosis autor ettevõtte tulevikus teenitavad rahavood ehk dividendid. Peale seda diskonteeris autor eelnevalt leitud dividendid tänasesse päeva kasutades diskontomäärana omakapitali hinda, mille leidis *CAPM* mudeli abil. Võrreldavate suhtarvude

meetodi puhul kasutas autor P/E ja P/B suhtarvu, kuna need on pankade võrdlemiseks kõige sobivamad. Võrdlusgruppi valis autor 5 sarnast ettevõtet. Autor leidis Coop Panga ning võrreldavate ettevõtete suhtarvud viimase 12 kuu andmete põhjal ning arvutas võrdlusgrupi keskmised väärtused. Seejärel leidis autor Coop Panga aktsia õiglase väärtuse, kasutades võrdlusgrupi keskmisi suhtarve.

Coop Panga dividendide prognoosimisel kasutas autor panga viimase viie aasta finantsandmeid. Autor arvutas viimase viie aasta keskmised kasvud ning prognoosimisel eeldas kasvu jätku, kuid kahanevas tempos. Autor eeldas, et laenuportfell jätkab kasvu ning sellest tulenevalt kasvavad intressitulud ning omakorda puhaskasum.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal sai autor Coop Panga õiglaseks väärtuseks 1,83 eurot, mis oli turuhinnast 21.11.2022 seisuga 22,7% madalam. Tulemuse 1,83 eurot põhjal on Coop Panga aktsia turul ülehinnatud. Arvestades diskonteeritud rahavoogude meetodi sensitiivsusega sisendite suhtes, viis autor läbi sensitiivsusanalüüsi. Sensitiivsusanalüüsis kasutas autor sisenditena diskontomäära ning pikaajalist kasvumäära. Mainitud sisendeid muudeti 1 protsendipunktilise sammuga ning selle tulemusel varieerus aktsia õiglase hind 1,16 eurost kuni 15,6 euroni.

Võrreldavate suhtarvudega õiglast väärtust hinnates, tugines autor võrreldavate ettevõtete keskmisele tulemusele. Võrreldavateks suhtarvudeks valis autor aktsia hinna ja kasumi suhte ehk P/E suhtarvu ning aktsia hinna ning raamatupidamisliku väärtuse suhte ehk P/B suhtarvu.

Tabelis 14 on välja toodud Coop Pank AS aktsia õiglased väärtused, mis on leitud diskonteeritud rahavoogude ja võrdlussuhtarvude meetoditel.

Tabel 14. Coop Pank AS õiglasel väärtused aktsia kohta *DCF* ning võrdlussuhtarvudel põhineval meetodil (eurodes)

	Aktsia õiglane väärtus	Aktsia turuväärtus 21.11.2022 seisuga	Erinevus
Diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF)	1,83	2,25	-22,7%
Hinna ja kasumi suhe (P/E)	2,3		2,3%
Hinna ja bilansilise väärtuse suhe (P/B)	2,09		-7,9%
Suhtarvude keskmine	2,2		-2,6%
Kahe meetodi keskmine	2,02		-11,7%

Allikas: Autori arvutused

Antud lõputöös on kahe meetodi tulemusena leitud Coop Pank AS aktsia õiglasel väärtuseks 2,02 eurot. Võrreldavate suhtarvude keskmiseks tulemuseks kujunes 2,2 eurot, mille põhjal on aktsia turul ülehinnatud ning *DCF* põhjal 1,83 eurot, mille põhjal on aktsia turul samuti ülehinnatud. Kahe meetodi tulemuste vahe on 19,7% ning võrdlussuhtarvude meetodil leitud väärtus on suurem. Kahe meetodi keskmiseks tulemuseks on 2,02 eurot, mis on 11,7% üle turuhinna ning meetodite keskmise tulemuse põhjal on aktsia turul ülehinnatud.

Coop Pank on kiiresti kasvav pank ning tulevaste prognooside tegemine küllaltki keeruline. Coop Pank üritab turuosa suurendada ning on 2022. aasta jooksul teinud suurepäraseid tulemusi ning saanud analüütikutelt kiita. Autor leidis aktsia õiglasel hinnaks 2,02 eurot ning võrdluseks võib tuua Swedbanki analüütikute hinnasihhi, mis oli novembris 2022. aastal 2,8 eurot. LHV analüütikud hindasid 2022. aasta teises kvartalis aktsia õiglasel hinnaks 1,45-1,55 eurot. Autor usub, et Coop Pankal on palju kasvuruumi ning kasv jätkub, kuid mitte 2021. ja 2022. aasta tasemel tulenevalt maailmamajanduse jähinemisest.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli leida börsiettevõtte Coop Pank AS õiglane väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Lisaks oli eesmärgiks võrrelda eelnevate meetodite põhjal leitud õiglast väärtust turuhinnaga ning otsustada, kas Coop Pank AS on turul õiglaselt hinnastatud või mitte.

Töö eesmärkide saavutamiseks jaotati töö kolmeks osaks. Esimeses peatükis toodi välja ettevõtte õiglase väärtuse hindamise teoreetilist tausta ning erinevaid hindamise meetodeid. Samuti toodi välja finantsasutuste hindamise spetsiifika ja erinevus klassikalistest ettevõtetest. Esimeses osas on põhjalikumalt kirjeldatud võrreldavate suhtarvude meetodit ja diskonteeritud rahavoogude meetodit, mida autor õiglase väärtuse hindamiseks kasutas. Töö teises osas tutvustas autor Coop Panga tegevust ning olulisemaid finantsandmeid, mida ka analüüsi. Kolmandas osas leidis autor Coop Panga aktsia õiglase väärtuse diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetoditel ning lõpptulemuseks on kahe meetodi keskmine väärtus. Samuti võrreldi lõpptulemust aktsia turuhinnaga ning toodi välja põhjendused leitud tulemustele.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgnevad uurimisküsimused:

- Milline on Coop Pank AS õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Milline on Coop Pank AS õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Kas Coop Pank AS on turul õiglaselt hinnastatud?

Uurimisküsimustele vastuste leidmiseks hinnati esmalt Coop Panga õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil. Kuna antud töös on hinnatava ettevõtte puhul tegemist finantsasutusega, on diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamine keerulisem. Finantsasutuste ja pankade puhul on vabade rahavoogude hindamine keeruline, kuna kapitalikulud, käibekapital ja võlga on raske määratleda. Võla määratlemine on raske, sest võlg on panga jaoks miski, mida saab kõrgema hinnaga edasi müüa ning kasumit teenida. Samuti on finantsasutused rangete regulatsioonide all, mis reguleerivad kapitaliseerimist. Seetõttu kasutatakse pankade hindamisel vabade

rahavoogudena dividende, kuna need on rahavood, mida saab prognoosida. Diskontomäärana kasutati töös omakapitali hinda, mis arvutati *CAPM*- mudeli alusel.

Rahavoogude prognoosimisel lähtuti pankadele kehtivatest regulatiivsetest nõuetest ning arvestati lisaks 7. detsembril 2022 kehtima hakkava vastutsüklilise kapitalipuhvri nõudega. Lähtuvalt nõuetest eeldati, et ülejääv kapital makstakse välja maksimaalsel määral välja dividendides. Sellest tulenevalt on ettevõtte diskonteeritavateks rahavoogudeks maksimaalsed võimalikud väljamakstavad dividendid. Maksimaalsete võimalike väljamakstavate leidmiseks koostas autor rahavoogude prognoosi aastateks 2023-2027 ning prognoosiperioodi järgselt leiti ettevõtte terminaalkväärtus. Aktsia õiglase väärtuse leidmiseks liitis autor diskonteeritud rahavood ning diskonteeritud terminaalkväärtuse. Diskonteeritud rahavoogude meetodil kujunes aktsia väärtuseks 1,83 eurot, mis oli võrreldes 21.11.2022 aktsia turuväärtuse 2,25 euroga 22,7% madalam. Antud meetodi põhjal leitud tulemuse põhjal on Coop Panga aktsia turul selgelt ülehinnatud. Järgnevalt viis autor läbi sensitiivsusanalüüsi, kus kasutati sisenditena omakapitali hinda ja pikaajalist kasvumäära. Sensitiivsusanalüüsi põhjal oli aktsia õiglase väärtus vahemikus 1,16-15,6 eurot. Niivõrd suur õiglase hinna vahemik näitab hinna suurt sensitiivsust kahe valitud sisendi suhtes.

Järgnevalt hinnati ettevõtte väärtust võrreldavate suhtarvude meetodil. Selleks koostas autor võrdlusgrupi sarnastest ettevõtetest, kuhu valiti Baltikumi ja Skandinaavia börsil noteeritud pangad. Ettevõtete valikul arvestas autor ka pankade suurusega. Võrreldavateks ettevõteteks olid Alandsbanken,, Šiaulių Bankas, LHV, Aktia Bank ja Oma Säästöpankki. Võrreldavate suhtarvudena kasutati P/E ja P/B suhtarve. P/E suhtarvu leidmiseks kasutati ettevõtete viimase 12 kuu aruandeid ning P/B võeti 2022. aasta kolmanda kvartali põhjal.

Võrreldavate suhtarvude meetodil õiglase väärtuse leidmiseks leidis autor võrdlusgrupi ettevõtete suhtarvud ning arvutas võrdlusgrupi keskmise ning leidis selle põhjal Coop Panga aktsia õiglase hinna. Aktsia õiglaseks hinnaks P/E suhtarvu põhjal oli 2,3 eurot ning P/B suhtarvu põhjal 2,09 eurot. Kahe suhtarvu keskmiseks tulemuseks oli 2,2 eurot, mis oli seisuga 21.11.2022 turuhinnast 2,6% madalam.

Kahe meetodi tulemusena oli õiglase väärtus 2,02 eurot, mis oli 21. novembri turuhinnast 11,7% madalam.

Autori hinnangul täideti töö eesmärgid, selgitades kahe meetodi tulemusena hinnangulise ettevõtte õiglase väärtuse, mis oli võrreldes 21. novembri turuhinnaga 11,7% madalam ning seega viitab aktsia ülehinnatusele turul. Autori hinnangul kaupleb Coop Panga aktsia õiglase hinna tasemelt kõrgemal, kuid muutuva majandusliku keskkonna tulemusel võib olukord kiirelt muutuda.

SUMMARY

VALUATION OF COOP PANK AS

Fair value of company is one of the most common questions in investors minds. In order to make successful investments it is essential to know if assets are over- or undervalued. Since every investor and company seeks to make profit, it is important to know how to value assets in order to make successful investments.

The aim of this paper is to calculate fair value of Coop Pank AS using discounted cash flows and comparable financial ratios. In addition, by comparing results of two methods with the market price, author will give assessment whether company's stocks are over or undervalued.

The paper is dividend into three main parts. In the first chapter an theoretical backround of company valuation is provided along with methods used in this paper and the specifics about financial institutions valuation process are pointed out. In the second chapter an overview of company and analysis of company's financial data is provided along with explanations. Third chapter describes valuation methods and explains how calculations are done as well as main objective, which was finding fair value is reached.

In order to find fair value of Coop Pank AS discounted cash flow method was used. Since company in question is a bank, using traditional cash flow method is complicated. Estimating free cash flow for financial institutions is difficult because defining debt and cost of capital is complex. Financial institutions also operate under strict regulatory requirements. Considering all aspects, dividends are used as free cash flow because they are probably only cash flows that can be predicted.

In the DCF model, forecast for the years 2023-2027 was formed based on Coop Pank AS historical financial data and company's own goals for the year 2027 were taken into account. Using capital requirements applicable to banks, it is assumed that remaining capital is paid out as dividends to maximum extent. Free cash flow used for valuation are maximum possible dividends. In order to

find the maximum possible dividends, the author prepared a cash flow forecast for the years 2023-2027, and after the forecast period, the terminal value of the company was calculated. Subsequently, a sensitivity analysis was carried out, where the price of equity capital and the long-term growth rate were used as inputs.

In the relative valuation model of comparable ratios a comparison group of similar companies were selected, which included banks listed on the Baltic and Scandinavian stock exchanges. Companies used for comparison were Alandsbanken, Šiaulių Bankas, LHV, Aktia Bank and Oma Säästöpankki. P/E and P/B ratio were used as comparable ratios.

Fair value based on discounted cash flow method was 1,83 euros, which was 22,7% lower than market price at 21.11.2022, making share overvalued. Fair value based on comparable ratio P/E was 2,3 euros and based on P/B 2,09 euros. The average result of the two ratios was 2.2 euros, which was 2,6% lower than the market price as of 21.11.2022. Fair value of the two methods combined resulted in 2,02 euros, which was 11.7% lower than the November 21 market price, which means Coop Pank share is overvalued.

According to the author, the objectives of the work were fulfilled by clarifying the fair value of the estimated company as a result of the two methods, which indicates that as of November 21 share was overpriced. According to the author, the share of Coop Pank is trading over its fair value, but the situation may change quickly as a result of the changing economic environment.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

Beltrame, F., Previtali, D. (2016). *Valuing Banks: A New Corporate Finance Approach*. UK: The Palgrave Macmillan

Calculation of minimum risk-based capital requirements. (2019). Kasutatud 26 november 2022
https://www.bis.org/basel_framework/chapter/RBC/20.htm?inforce=20230101&published=20201126

Chen, S. (2014). *Integrated Bank Analysis and Valuation: A Practical Guide to the ROIC Methodology* (1st ed). UK: The Palgrave Macmillan

Coop Pank AS konsolideeritud aastaaruanne 2017-2021. Coop Pank AS

Coop Pank AS Pillar 3 aruanne 2021. (2021). Coop Pank AS

Coop Pank AS vahearuanne 9 kuud 2022. (2022). Coop Pank AS

Country Default Spreads and Risk Premiums.(2022). Kasutatud 25 november 2022
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Damodaran, A. (2009). *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses*. Ft Press

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

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

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

Eesti Pank. (2022) Makrofinantsjärelevalve instrumendid. Kasutatud 27 november 2022
<https://www.eestipank.ee/finantsstabiilsus/makrofinantsjärelevalve-instrumendid>

Ernst&Young. (2022). *Valuation Market Essentials Publications*. Kasutatud 4. detsember 2022
https://www.ey.com/en_ch/strategy-transactions/valuation-market-essentials-publications

Fazzini, M. (2018). *Business valuation: Theory and practice*. Springer.

Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. *IESE Business School*, 1, 1-13.

- Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. IESE Business School, 449, 1-27
- Finantsinspeksioon (2022). Eesti finantsteenuste turg 30. juuni 2022 seisuga. Kasutatud 28. november 2022 <https://www.fi.ee/et/publikatsioonid/eesti-finantsteenuste-turg-30-juuni-2022-seisuga>
- Finantsinspeksioon. (2022). Pangandussektori II kvartali 2022 ülevaade. Kasutatud 3. detsember 2022 <https://www.fi.ee/et/publikatsioonid/pangandussektori-ii-kvartali-2022-ulevaade>
- Forte, G., Gianfrate, G., & Rossi, E. (2020). Does relative valuation work for banks? *Global Finance Journal*, 44, 100449.
- Gottwald, R. (2012). The use of the P/E ratio to stock valuation. *European Grants Projects Journals*, 2012, 21-24.
- Hitchner, J. R. (2010). *Financial Valuation,+ Website: Applications and Models (Vol. 545)*. John Wiley & Sons.
- Jell-Ojobor, M., & Raha, A. (2022). Being good at being good—The mediating role of an environmental management system in value-creating green supply chain management practices. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 1964-1984.
- Kert, E. (2007). *Investeermise teejuht: Väärtpaperite fundamentaalne analüüs*. Tallinn: AS Äripäev
- Keskkonna heaks (2020). Allikas: Coop Pank AS koduleht. Kättesaadav: <https://www.coopbank.ee/keskkonna-heaks>
- Keun Yoo, Y. (2006). The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples. *Review of Accounting & Finance*, 5(2), 108-123.
- Kogukonna heaks (2020). Allikas: Coop Pank AS koduleht. Kättesaadav: <https://www.coopbank.ee/kogukonna-heaks>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. John Wiley and Sons.
- Mabwe, K., & Jaffar, K. (2022). UK Government controls and loan-to-deposit ratio. *Journal of Financial Regulation and Compliance*.
- Pangandusliit. (2022). Allikas: Euroopa Liidu Nõukogu ja Euroopa Ülemkogu. Kasutatud 28. november 2022 <https://www.consilium.europa.eu/et/policies/banking-union/>
- Pinto, J., Henry, E., Miller, P., Robinson, T., & Stowe, J. (2015). *Equity Asset Valuation*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Rahandusministeerium. (2022) Rahandusministeeriumi majandusprognoos. Kasutatud 28. november 2022 <https://www.fin.ee/riigi-rahandus-ja-maksud/majandus-ja-rahandusprognoosid/rahandusministeeriumi-majandusprognoos>

- Samburov, M. (2014). Omandistruktuuri seosed Kesk- ja Ida-Euroopa pankade kasumlikkusega. (Magistritöö) Tallinna Tehnikaülikooli majandusteaduskond, Tallinn
- Schreiner, A. (2009). Equity valuation using multiples: an empirical investigation. Springer Science & Business Media.
- Schueler, A. (2020). Valuation with Multiples: A Conceptual Analysis. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 15(1), *Journal of business valuation and economic loss analysis*, 2020, Vol.15 (1).
- Serra, R., & Fávero, L. (2018). Multiples' Valuation: The Selection of Cross-Border Comparable Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 54(9), 1973-1992.
- Sharma, M., & Prashar, E. (2013). A conceptual framework for relative valuation. *The Journal of Private Equity*, 16(3), 29-32
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). Equity asset valuation (Vol. 4). John Wiley & Sons.
- Total Beta By Industry Sector*. (2022). Kasutatud 25. november 2022
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

LISAD

Lisa 1. Coop Pank AS kasumiaruanne 2018-2022 III kvartal

Tuhandetes eurodes	30.09.2022	2021	2020	2019	2018
Intressitulud efektiivse intressimäära meetodil	37 036	39 005	31 359	23 298	17 561
Muud samalaadsed intressitulud	3 782	4 035	3 281	2 280	2 294
Intressikulud	-5 873	-7 502	-6 269	-4 889	-3 076
Neto intressitulu ja muud samalaadsed tulud	34 945	35 538	28 371	20 689	16 779
Teenustasutulud	4 496	5 003	3 687	3 725	3 669
Teenustasukulud	-1 819	-1 918	-1 590	-1 353	-1 367
Neto teenustasutulu	2 677	3 085	2 097	2 372	2 302
Varade müük	0	2 335	146	140	648
Müüdüd varade kulu	0	-2 286	-146	-159	-662
Renditulud kinnisvarainvesteeringutelt	0	3	15	32	77
Kinnisvara haldusega seotud kulud	-1	-31	-57	-79	-127
Kinnisvarainvesteeringute õiglase väärtuse muutus	0	-404	0	-20	-187
Netotulu mittefinantsvara realiseerimisest	6	11	40	0	-6
Netotulem õiglases väärtuses kajastatavatelt finantsvaradelt	4	-68	-183	7	-12
Nõuete menetlemine	332	819	516	536	599
Muud tulud	134	236	290	201	357
Muud tulud, neto	475	615	621	658	687
Tööjõukulud	-11 286	-12 490	-11 085	-9 880	-8 177
Tegevuskulud	-5 245	-5 996	-5 040	-4 577	-4 628

Lisa 1 järg

Põhivara kulum	-3 207	-3 967	-2 671	-1 804	-796
Tegevuskulud kokku	-19 738	-22 453	-18 796	-16 261	-13 601
Kasum enne allahindluse kulu	18 359	16 785	12 293	7 458	6 167
Finantsvarade allahindluse kulu	-3 347	-2 497	-4 789	-1 931	-1 392
Kasum enne tulumaksu	15 012	14 288	7 504	5 527	4 775
Tulumaksu kulu	-1 176	-825	-245	0	-22
Aruandeperioodi puhaskasum	13 836	13 463	7 259	5 527	4 753
Finantsvarad õiglasest väärtuses läbi muu koondkasumi	-411	3	-19	155	-239
Aruandeperioodi puhaskasum	13 836	13 463	7 259	5 527	4 753
Emaettevõtte omanikud	13 425	13 466	7 240	5 682	4 514
Aruandeperioodi koondkasum	13 425	13 466	7 240	5 682	4 514

Allikas: Coop Pank AS (2018-2022)

Lisa 2. Coop Pank AS finantsseisundi aruanne 2018-2022 III kvartal

Tuhandetes eurodes	30.09.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Varad					
Raha ja raha ekvivalendid	287 158	252 799	170 750	122 295	88 030
Võlainstrumendid õiglasest väärtuses muutustega läbi muu koondkasumi	14 540	5 932	3 011	4 061	9 130
Omakapitaliinstrumendid õiglasest väärtuses muutustega läbi muu koondkasumi	13	13	13	13	13
Laenud ja nõuded klientidele	1 208 457	953 396	670 593	460 460	328 723
Muud finantsvarad	964	1 311	999	1 263	333
Muud varad	1 134	927	1 117	1 165	937
Kinnisvarainvesteeringud	0	0	594	594	904
Varad müügiks	3 764	3 725	6 734	6 756	6 697
Kasutamiseõiguse esemeks olev vara	6 341	6 625	1 017	1 722	0
Muud materiaalsed põhivarad	2 603	3 034	2 327	2 504	2 465
Immateriaalsed põhivarad	8 304	7 457	5 930	3 712	2 289
Firmaväärtus	6 757	6 757	6 757	6 757	6 757
Varad kokku	1 540 035	1 241 976	869 909	611 302	446 278
Kohustised					
Klientide hoiused ja saadud laenud	1 354 345	1 098 746	757 835	506 531	385 118
Rendikohustised	6 345	6 639	1 018	1 725	0
Muud finantskohustised	6 081	3 221	2 671	3 462	4 126
Muud kohustised	7 233	4 563	3 754	3 169	2 845
Allutatud kohustised	43 211	17 064	7 064	7 064	5 026
Kohustised kokku	1 417 215	1 130 233	772 342	521 951	397 115
Omakapital					
Aktiakapital	62 233	62 186	61 756	60 960	38 199
Ülekurss	12 260	12 230	12 061	11 797	175
Kohustuslik reservkapital	3 838	3 165	2 802	2 526	2 288
Jaotamata kasum	44 349	33 924	20 824	13 841	8 552
Muud reservid	140	238	124	227	-51
Emaettevõtte omanikele kuuluv omakapital	122 820	111 743	97 567	89 351	49 163
Omakapital kokku	122 820	111 743	97 567	89 351	49 163
Kohustised ja omakapital kokku	1 540 035	1 241 976	869 909	611 302	446 278

Allikas: Coop Pank AS (2018-2022)

Lisa 3. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Karl-Erik Vohu

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

„Börsiettevõtte väärtuse hindamine Coop Pank AS näitel“,

mille juhendaja on Kalle Ahi (MA),

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.

15.12.2022

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 loomingulise tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.