

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Kristin Kõva
BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS LHV GROUPI
NÄITEL
Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Kristjan Liivamägi

Tallinn 2017

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Kristin Kõva

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 142693

Üliõpilase e-posti aadress: kovakristin@gmail.com

Juhendaja lektor Kristjan Liivamägi:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

| | |
|---|----|
| ABSTRAKT | 4 |
| SISSEJUHATUS | 6 |
| 1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE | 8 |
| 1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise eesmärk ja olemus | 8 |
| 1.2. Võrreldavate suhtarvude meetod | 12 |
| 1.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod | 15 |
| 2. AS LHV GROUP | 24 |
| 2.1. AS LHV Groupi tutvustus | 24 |
| 2.2. AS LHV Groupi finants- ja turunäitajad..... | 26 |
| 3. AS LHV GROUPI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE | 32 |
| 3.1. Kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil | 32 |
| 3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine | 32 |
| 3.1.2. Omakapitali hinna ja terminaalkväärtuse leidmine | 42 |
| 3.1.3. AS LHV Groupi õiglase väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs | 44 |
| 3.2. Kontserni väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil | 47 |
| 3.3. Hinnang saadud tulemustele | 50 |
| KOKKUVÕTE | 53 |
| VIIDATUD ALLIKAD | 57 |
| SUMMARY | 61 |
| LISAD | 63 |
| Lisa 1. LHV Groupi aktsia turuhind vahemikus 01.06.2016-30.12.2016..... | 63 |
| Lisa 2. OMX Tallinn ja LHV1T indeksi muutus perioodil 01.03.2016-30.12.2016 | 68 |

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureuse töö pealkiri on: Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS LHV Groupi näitel ning töö eesmärgiks oli selgitada välja, kas LHV Groupi aktsia turuhind erineb ettevõtte fundamentaalsest õiglasest väärtusest või mitte.

Nimetatud eesmärgi saavutamiseks kasutati uurimismeetodina kahte õiglase väärtuse hindamise meetodit: diskonteeritud rahavoogude ning võrdlussuhtarvude meetod. *DCF* ehk diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades hinnati ettevõtte õiglast väärtust vastavalt tema tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusele võttes arvesse ka riskitaset ning võrdlussuhtarvude meetodit kasutades hinnati ettevõtte aktsiate turuväärtust ning võrreldi seda teiste, sarnaste ettevõtete väärtustega.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitati järgmised uurimisküsimused:

- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kas ja kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude ja diskonteeritud rahavoogude meetodi abil leitud tulemuste keskmisena ja kas see erineb oluliselt LHV Groupi turuväärtusest?

Nimetatud küsimustele vastuse leidmiseks tuli hinnata AS LHV Groupi õiglast väärtust nii diskonteeritud rahavoogude kui ka võrreldavate suhtarvude meetodi abil.

Tuginedes eelnevalt väljatoodule, kus diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades hinnati ettevõtte väärtust vastavalt tema tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusele võttes arvesse ka riskitaset, kasutati käesolevas töös tuleviku rahavoogudena dividende ning diskontomäärana omakapitali hinda. Seda eelkõige seetõttu, et käibekapitali muutust ning töökapitali finantsettevõtte puhul on väga probleemne hinnata, sest enamasti investeerivad finantsasutused, k.a. pangad immateriaalsetesse varadesse nagu bränd ja inimkapital, millest tulenevalt on finantssektori analüütikud välja pakkunud alternatiivina vabadele rahavoogudele pankade ja finantsasutuste puhul kasutada rahavoogudena dividende.

Diskontomäärana kasutatakse vastavalt sektori heale praktikale tihtipeale kas kapitali kaalutud keskmist hinda või omakapitali hinda, kus kasutades esimest peaksid laenumaksed ning kohustused olema selgesti eristatavad. Kuna pankade puhul see tihtipeale nii ei ole, on mõistlikum hinnata otse omakapitali ja selle hinda.

Võrdlussuhtarvude meetodil võrreldi AS LHV Groupi turuväärtust teiste, sarnaste ettevõtete väärtustega, mis antud töös olid sarnaselt hinnatavale ettevõttele börsil noteeritud Põhjamaade või Baltikumi pangad: SEB, Swedbank, Nordea Bank, DNB ja Šiaulių Bankas.

Suhtarvudena kasutati hinna ja kasumi suhet iseloomustavat suhtarvu P/E, aktsia hinna ja bilansilise väärtuse suhet iseloomustavat suhtarvu P/B ning suhtarvu, mis kaasab endas P/E ja kasumi kasvukiiruse elemendid, PEG.

Hinnates AS LHV Groupi õiglast väärtust kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude meetodit, kujunes aktsia õiglaseks hinnaks 6,79 eurot ning kasutades selleks võrdlussuhtarvude meetodit, 7,43 eurot, millest tulenevalt kahe erineva meetodi vaheline erinevus on ligi 9%.

Eelnevale toetudes leiti, et LHV aktsia õiglane hind diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodi keskmisena on 7,11, mis tähendab, et aktsia turuhind 2016. aasta lõpu seisuga – 9,74 eurot – on ligi 37% ülehinnatud.

Kuna varasemalt ei ole bakalaureuse töö raames läbiviidud kodumaise panga õiglase väärtuse hindamist, omab käesolev töö olulist lisaväärtust. Samuti on antud töö seetõttu ka oluliselt keerukam ning nüansirohkem, kuna panga väärtuse hindamine erineb oluliselt tavalise tootmis- või müügiettevõtte väärtuse hindamisest.

Kuna AS LHV Group tuli avalikult börsile alles hiljuti – 23. mai 2016 –, mistõttu selle aktsia on ka väga populaarne, võiks käesolevas töös läbiviidud hinnang aidata investoreid nende investeerimisotsuste tegemisel. Samuti võimaldab töös esitatud sensitiivsusanalüüs lugejal vastavalt enda hinnangule hinnata ise ettevõtte õiglast väärtust.

Võtmesõnad: ettevõtte õiglane väärtus, võrdlussuhtarvude meetod, diskonteeritud rahavoogude meetod, ettevõtte turuväärtus

SISSEJUHATUS

Investeeringimine on viimastel aastatel saanud üha rohkem tähelepanu nii meedias kui ka haridusasutustes. Et tutvustada investeeringimise põhimõtteid ning algustõdesid algajatele, on näiteks Äripäev loonud fiktiivse investori, kellel nimeks Toomas ning seeläbi tutvustanud erinevaid investeeringimisstrateegiaid ja põhimõtteid lugejaile. Sarnaseid tegelasi on välja mõelnud ka teised meediakanalid.

Lisaks eelnevale õpetatakse üha rohkem investeeringima ka ülikoolis, korraldades erinevaid loenguid ning aineid, mis puudutavad just investeeringimise põhimõtteid. Samuti on loodud Eestis mitmeid investeeringimiseklubisid, mis viivad läbi vastavaid koolitusi kõigile huvilistele. Ka Eesti pangad on loonud inimestele soodsad võimalused investeeringimiseks, pakkudes investeeringimistooteid nii algajatele kui ka juba kogenumatele investoritele.

Kuna investeeringimine on saamas üha rohkem populaarseks, tuleb päevakorda ka mõiste väärtus. Vara, millesse investeeringida, omab kahte väärtust: turuväärtus ja õiglase väärtus. Kui turuväärtus on vara hind turul, siis õiglase väärtus teiselt poolt annab investorile ülevaate sellest, kas ettevõtte turuväärtus peegeldab tema jätkusuutlikkust, tulemuslikkust, kasvu tulevikus ja veel muid sisemisi ja ka raamatupidamislikke väärtuseid nagu kasum, käibekapital ja veel muud.

Selleks, et teada saada, kas ettevõtte õiglase väärtus vastab tema turuväärtusele, tuleks läbi viia ettevõtte väärtuse hindamine. Et see oleks võimalikult adekvaatne ja usaldatav, on välja töötatud selleks vastavad meetodid. Nendeks on näiteks võrreldavate suhtarvude, diskonteeritud rahavoogude ja aktive puhaskväärtuse hindamise meetodid. Viimastest enim analüütikute poolt kasutatavad on DCF ehk diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude (ka väärtuskordajate) meetod.

Tulenevalt eelnevast on käesoleva lõputöö teemaks valitud AS LHV Groupi õiglase väärtuse hindamine. Teema valikul lähtuti eelkõige asjaolust, et olgugi, et ettevõtte väärtuse hindamise teemal on varasemalt koostatud mitmeid uurimis- ja lõputöid, ei ole varem kordagi viidud läbi ettevõtte õiglase väärtuse hindamist kodumaise panga põhjal. Sealt tulenevalt on käesolev töö ka keerukam, sest panga raamatupidamislikud aruanded nagu kasumiaruanne ja bilanss on võrreldes tavaliste tootmis- ja müügi ettevõtetega oluliselt keerulisemad.

Uurimismeetoditena kasutatakse käesolevas töös ettevõtte väärtuse hindamiseks eelnevalt välja toodud diskonteeritud rahavoogude meetodit. Kuna aga ükskõik, millist mudelit

hindamiseks kasutada, on tulemuseks subjektiivne ja ajas kiiresti muutuda võiv number, on lisaks DCF meetodile kasutatud ka võrreldavate suhtarvude meetodit, et saadavad tulemused oleksid objektiivsemad ja usaldatavamad. Lisaks on autor koostanud töö käigus ka sensitiivsusanalüüsi diskontomäära ja kasvumäära suhtes, mis võimaldab lugejal vastavalt enda hinnangule hinnata ettevõtte õiglast väärtust.

Töö eesmärgiks on selgitada välja, kas LHV Groupi aktsia turuhind erineb ettevõtte fundamentaalsest õiglasest väärtusest või mitte. Selle saavutamiseks antakse töö esimeses osas ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise eesmärkidest ning selleks kasutatavatest meetoditest: võrreldavate suhtarvude meetod ja diskonteeritud rahavoogude meetod.

Töö teises osas antakse ülevaade uurimisobjekti – AS LHV Groupi – tegevusest ja olemusest ning finants- ja turunäitajatest ning viimases osas viiakse läbi ettevõtte väärtuse hindamine kasutades selleks eelnevalt kirjeldatud meetodeid ning analüüsitakse saadud tulemusi.

Töö eesmärgi saavutamiseks on autor püstitanud järgmised uurimisküsimused:

- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kas ja kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude ja diskonteeritud rahavoogude meetodi abil leitud tulemuste keskmisena ja kas see erineb oluliselt LHV Groupi turuväärtusest?

1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise eesmärk ja olemus

Ettevõtte õiglase väärtus on summa, mille eest on võimalik vahetada vara teadlike, huvitatud ja sõltumatute osapoolte vahelises tehingus (Raamatupidamise Toimkonna juhend nr 3 Finantsinstrumendid). Küll aga ei vasta vara turuhind alati selle õiglasele väärtusele, mistõttu ongi oluline ettevõtte õiglase väärtuse vastavust selle turuhinnale hinnata. Vastasel juhul võib tekkida olukord, kus investor maksab vara eest rohkem või vähem, kui see on väärt. Selle olukorra vältimiseks tuleks eeldada, et tark investor analüüsib enne vara väärtust, kui selle soetab. Kuna finantsvarade ostmise puhul peetakse oluliseks vara tulevase toodetavaid positiivseid rahavoogusid, tuleb selle väljaselgitamiseks hinnata selle vara õiglast väärtust. (Damodaran 2011, 3-4).

Ettevõtte väärtuse hindamine on protsess, mille käigus selgitatakse välja vara hetkeline väärtus toetudes ettevõtte juhtimisviisile, selle kapitalistruktuuri koosseisule, tulevikurahavoogude prospektile ning ka vara turuhinnale. Vara turuhind on rahaline summa, mida vara ostja on valmis maksma müüjale eeldusel, et mõlemad osapooled osalevad vastavas tehingus vabatahtlikult. Teiselt poolt vara õiglase väärtus on aga vara tajutav väärtus pidades silmas selle tulevikus teenitavaid rahavoogusid või mõnd muud näitajat, mis ei ole otseses seoses vara turuhinnaga. (Valuation)

Peaaegu kõik, mida tehakse seoses ettevõtte finantstoimingutega toetub väärtuse hindamisele kas ühes või teises vormis. Analüüsides, kas tasuks investeerida mõnda varasse või projekti, hinnatakse nende väärtust ning võrreldakse seda investeeringuga kaasneva kuluga. Ka investeeringu finantseerimisotsustes põhinetakse väärtuse hindamisele – kas kasutada võimendust või omakapitali – otsus, kas üks või teine on kasulik, põhineb sellel, kuidas need mõjutavad vastava vara väärtust. (Damodaran 2001, 116-117)

Sarnaselt eelnevaga kujuneb otsus, kas suunata teenitud kasum tagasi ettevõttesse või jagada see välja ettevõtte omanikele, vastavalt sellele, kumb meetod avaldab suuremat mõju firma väärtusele. Selleks, et teha kasumlikke investeerimis-, finants- ja kasumi jaotamise otsuseid, peavad ettevõtte juhid mõistma ettevõtte väärtuse mõistet ning teadma, millised otsused selle kujundavad. (Damodaran 2001, 117)

Eelkõige tekib vajadus hinnata ettevõtte õiglast väärtust aga siis, kui päevakorras on ettevõtte või selle atksiapaki ost või müük. Lisaks sellele leidub aga ka muidki põhjuseid, mis võivad üles kerkida ettevõtte arengu igas faasis. (Zirnask 2008, 103)

Näiteks asjaolu, et ettevõtte müük ei ole aktuaalne praegusel hetkel, ei tähenda, et see ei võiks seda olla kunagi tulevikus. Seega, kui selline võimalus on reaalne, tasub firma arendamisel juba varakult mõelda, kuidas tehtavad otsused mõjutavad firma väärtust, sest kõiki olulisi parameetreid ei jõua müügiks poole aastaga parimasse seisusse viia. (Ibid.)

Börsil noteerimata, kuid suhteliselt suure aktsionäride ringiga ettevõtte puhul võidakse ettevõtet hinnata selleks, et näidata aktsionäridele, kui hästi või halvasti nende ettevõttel läheb. Seda seetõttu, et üksnes dividendide või kasumi suurus ammendavat vastust ei anna. (Ibid.)

Lisaks eelnevale hinnatakse ettevõtte väärtust ka veel teistel põhjustel, nagu näiteks investeerimisprotsessi alguses, et teha kindlaks, kas vara, millesse investeeritakse on vastavalt üle- või alahinnatud, selleks, et teha kindlaks, milline finantsvaradest on kõige kallim ja milline kõige odavam ning ka selleks, et tuvastada hetk, mil aktsia hind võib potentsiaalselt hakata langema või vastupidi, tõusma. (Damodaran 2011, 6).

Fundamentaalse ehk ettevõtte õiglaste väärtuse hindamine on tehnilise analüüsi kõrval peamisi investorite poolt börsil kasutatavaid analüüsimeetodeid. Kui tehnilise analüüsi raames pööratakse peatähelepanu ettevõtete aktsiagraafikutele, siis fundamentaalse analüüsi fookuses on ettevõtte ise. Fundamentaalne analüüs tähendab ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimist ning prognoosimist, eesmärgiga leida turul allahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid. (Kert 2007, 159)

Õiglaste väärtuse hindamisel tuleb teha kaks eeldust. Esiteks võib ettevõtte turuhind erineda tema õiglaste väärtusest – ettevõtte võib olla ala- või ülehinnatud – ja teiseks tuleb eeldada, et pikemas perspektiivis turg siiski parandab oma vea ning ettevõtte turuhind liigub õiglaste väärtuse suunas. Sealt tulenevalt sobib fundamentaalne analüüs eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks. Aktsiahindade lühiajalist kõikumist selgitatakse valdavalt investorite psühholoogiaga, mida uurib juba tehniline analüüs. (Kert 2007, 160)

Fundamentaalse analüüsi eesmärgiks ongi ettevõtte õiglaste väärtuse hindamine, milleks kasutatakse erinevaid meetodeid. Neist levinuimad on diskonteeritud rahavoogude meetod ehk DCF meetod, suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod, millest kaks viimast on omavahel tihedalt seotud. (Ibid.)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul hinnatakse ettevõtte tulevikus genereeritavaid rahavoogusid arvestades ka nende genereerimise tõenäosuse riski, relatiivsete hindamismeetodite – võrreldavate ettevõtete meetod ja suhtarvude meetod – puhul hinnatakse aga vara väärtust vastavalt sellele, kuidas on turul hinnatud teised, sarnased varad (Damodaran 2011a, 4-5).

Ettevõtete väärtuse hindamiseks kasutatakse mitmesuguseid meetodeid. Mõned on põhimõtte poolest õiged, kuid väga töömahukad – nagu rahavoo diskonteerimise meetodid. Mõned ei ole põhimõtte poolest väga korrektsed, kuid piiratud info ja aja tingimustes kasutamiseks käepärasemad – nagu võrdlus- ja segameetodid. Mõned on väga lihtsad – nagu raamatupidamisväärtuse leidmise meetod ning mõned nõuavad kõrgemaid matemaatilisi teadmisi – reaaloptsoonide meetodid. (Zirnask 2008, 121)

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamiseks kasutatavad meetodid jaotatakse viieks (Zirnask 2008, 122): 1) bilansil põhinevad meetodid, 2) võrreldavate tehingute meetodid, 3) segameetodid, 4) rahavoo diskonteerimine ja 5) reaaloptsoonide hindamise meetodid. Nimetatud valdkonnad jagunevad omakorda erinevateks meetoditeks (vt tabel 1).

Tabel 1. Valik ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid

| Bilansil põhinevad meetodid | Võrreldavate tehingute meetodid | Segameetodid | Rahavoogude diskonteerimine | Reaaloptsoonide hindamise meetodid |
|------------------------------------|--|------------------------|--|---|
| Raamatupidamisväärtus | Hind/puhaskasum | Korrigeeritud kasumi | Dividendide diskonteerimine | Black-Scholesi mudel |
| Varade turuväärtus | Hind/EBITDA | diskonteerimise meetod | Omanike vaba rahavoo diskonteerimine | Binominaalne mudel |
| Likvideerimisväärtus | Hind/käive | Ekstratulu meetod | Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine | Monte Carlo simulatsioon |
| Asendusmaksumus | Muud suhtarvud | | | |

Allikas: (Zirnask 2008, 122)

Bilansil põhinevate meetodite abil määratakse kindlaks ettevõtte õiglase väärtus hinnates selle ettevõtte varasid. Seda meetodit kasutatakse põhiliselt ettevõtete puhul, mille väärtust peegeldab suures osas selle bilanss. Nimetatud meetod ei võta arvesse ettevõtte võimalikke tulevikurahavoogusid, raha hetkelist väärtust ega ka teisi faktoreid, mis võivad ettevõtte väärtust kaudselt mõjutada – tegevusvaldkonna hetkeline seis turul, inimressursid ja

organisatsioonisiseseid probleeme, lepingud ja veel palju muud, mida ei kajastata raamatupidamise aruannetes. (Fernandez 2007, 3)

Võrreldavate suhtarvude meetod keskendub erinevalt bilansil põhinevatest meetoditest pigem ettevõtte kasumiaruandele kui bilansile. Selle meetodi abil hinnatakse ettevõtte väärtust läbi selle ettevõtte tulu, müükide või teiste sarnaste näitajate. (Fernandez 2007, 7) Nimetatud meetodit kasutades hinnatakse varasid vastavalt sellele, kuidas hinnatakse turul teisi sarnaseid varasid (Damodaran 2011, 5).

Börsil noteerimata väiksemate firmade puhul kasutatakse väärtuse hindamiseks ka segameetodeid, mis kombineerivad elemente varade väärtuse ja rahavoogude diskonteerimise meetoditest. Üks sellistest meetoditest on näiteks ekstratulu meetod, mida kasutatakse tavaliselt ettevõtete puhul, mis teenivad tegevusala keskmisega võrreldes väga suurt kasumit. Meetodi põhimõte on, et firma väärtus koosneb tema materiaalsete varade väärtusest ja preemiast firmaväärtuse eest – ehk siis preemiast immateriaalse vara eest, tänu millele lisakasum tekib. (Zirnask 2008, 150)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul hinnatakse ettevõtte tulevikurahavoogusid diskonteerides need vastava diskontomääraga nüüdisväärtusse (Fernandez 2007, 14). Seega hinnatakse diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul finantsvara võimalikke rahavooge ning nendega kaasnevat riski. Sealt tulenevalt on varad, mille rahavood on kõrged ning stabiilsed väärtuslikumad kui näiteks varad, mis toodavad madalaid ning volatiilseid rahavoogusid. (Damodaran 2011, 4)

Oludes, kus ostu- või müügiobjekti parameetrid kõiguvad nii suurtes piirides, et tavalised tasuvus- ja väärtuse leidmise arvutused on kasutud, võib abi olla hinnatava vara käsitlemisest reaaloptsiooni ehk võimalusena. (Zirnask 2008, 158)

Teoreetiliselt peaksid erinevad väärtuse hindamise meetodid, kui neid on õigesti kasutatud, andma sarnased tulemused. Küll aga, ükskõik millist mudelit hindamiseks kasutada, on tulemuseks subjektiivne ja ajas kiiresti muutuda võiv number (Zirnask 2008, 104). Seetõttu on autor ka käesolevas töös kasutanud AS LHV Grupi õiglase väärtuse hindamiseks kahte meetodit, – võrreldavate suhtarvude meetod ja diskonteeritud rahavoogude meetod – et tulemused oleksid adekvaatsemad.

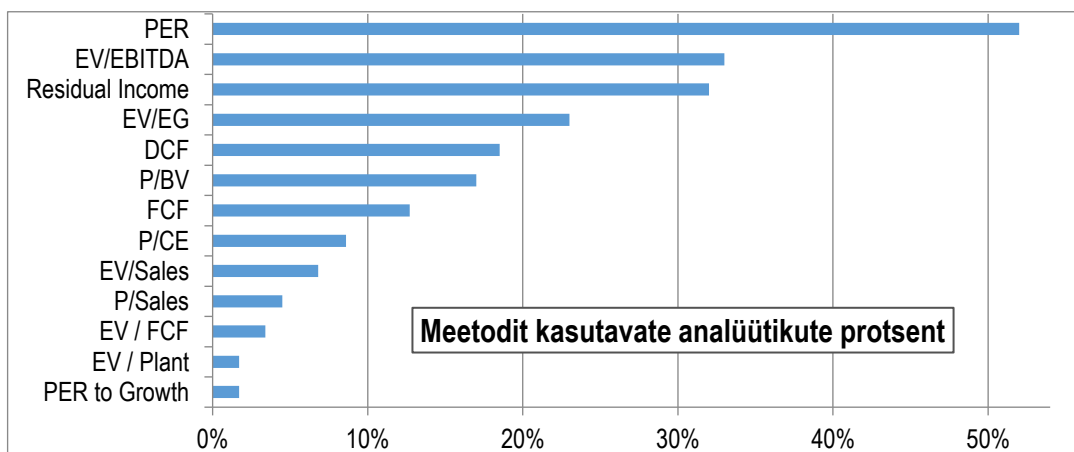
1.2. Võrreldavate suhtarvude meetod

Enamik varade hindamisi, ligi 85% aktsiate uurimisraportitest, põhineb võrreldavate suhtarvude meetodil. Antud meetod ei nõua ka ettevõtte rahavoogude detailset prognoosi ning annab võrreldes teiste, nagu näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodiga, parema ettekujutuse turu käitumisest. See on väga hea omadus näiteks siis, kui turu käitumine mingil teatud ajahetkel mõjutab oluliselt aktsia hinda, näiteks aktsia esmase avaliku pakkumise ehk IPO korral. (Damodaran 2006, 3-5)

Võrreldavate suhtarvude meetodi korral hinnatakse ettevõtet vastavalt sellele, kuidas on sarnased ettevõtted hinnatud turul. Selleks, et nimetatud meetodit kasutada, tuleks läbida järgmised kolm etappi (Damodaran 2006a, 58): 1) leida võrreldavad ettevõtted või varad, mida on turul hinnatud, 2) konverteerida nende ettevõtete varade turuväärtus standardiseeritud väärtuseks ehk määrata kindlaks suhtarvud, mille abil ettevõtted oleksid omavahel võrreldavad, 3) võrrelda hinnatava ja sarnaste ettevõtete suhtarve omavahel selgitamaks välja, kas hinnatav vara on üle- või alahinnatud ning viimaks leitakse ettevõtte õiglane väärtus võrdlusgrupi mediaani või keskmise alusel.

Suurt osa suhtarvudest on võimalik arvutada nii ajalooliste finantsandmete kui ka tulevaste prognooside põhjal. Kuigi ajalooliste andmete alusel on seda märgatavalt lihtsam teha, sisaldavad sellisel kujul leitud suhtarvud endas tunduvalt vähem informatsiooni. Prognoositavate finantsnäitajate põhjal leitud suhtarvude kvaliteet on aga otseses seoses prognooside enda kvaliteediga. (Kert 2007, 166)

Enim kasutatavad suhtarvud võrreldavate suhtarvude meetodi korral on välja toodud joonisel 1.



Joonis 1. Analüütikute poolt enim kasutatavad hindamismeetodid

Allikas: (Fernandez 2015, 2)

Selleks, et leida ettevõtte hindamiseks sobivad suhtarvud, tuleks eelkõige silmas pidada valdkonda ja sektorit, milles ettevõtte tegutseb (Fernandez 2015, 2). Seda seetõttu, et teatud ettevõtete puhul võib mingeid näitajaid – EBIT, EBITDA ja EV/EBITDA – olla keeruline hinnata. Seda näiteks finantsteenuseid pakkuva ettevõtte korral, mille ei ettevõtte väärtust ega ka omakapitali väärtust ei saa lihtsasti tulevikku vaatavalt hinnata. (Damodaran 2002, 32)

Hinnates panga õiglast väärtust, on selleks kõige sobivamad suhtarvud P/E, ja P/B, mis on vastavalt aktsia hinna ja kasumi ning aktsia hinna ja bilansilise väärtuse suhe. Laialdaselt kasutatakse erinevate ettevõtete puhul ka suhtarvu P/S, kuid kuna pankade puhul ei ole müükide maht nii täpselt mõõdetav, ei oleks nimetatud suhtarvu kasutamine AS LHV Groupi õiglase väärtuse hindamisel korrektne. (Ibid.)

P/E (PER) on aktsia hinna ja kasumi suhet iseloomustav suhtarv, mis on analüütikute poolt enim kasutatav suhtarv ning ühtlasi kea hea näitaja, mida kasutada panga õiglase väärtuse hindamisel (Ibid.). Nimetatud suhtarvu on väga lihtne arvutada ning teisest küljest sisaldab see ka palju väärtuslikku informatsiooni. P/E suhtarv seob omavahel aktsiahinna ja ettevõtte kasumi ning avaldub valemina järgneval kujul (Kert 2007, 167):

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad (1)$$

kus

P – aktsia turuhind

EPS – kasum aktsia kohta

Kasum aktsia kohta, EPS, on võrdne ettevõtte aastase puhaskasumi ja aktsiate arvu vahelise suhtega (Ibid.). Samuti kasutatakse nimetatud näitaja leidmiseks ka näiteks viimaste aastate teenitud kasumi keskmist või ka tulevaste aastate prognoositavat kasumit (Fernandez 2015, 3). P/E suurus sõltub peamiselt ettevõtte oodatavast kasumi kasvu kiirusest, mistõttu on kiiresti kasvavate ettevõtete P/E suhe üldjuhul kõrgem ning stabiilsete ettevõtete oma keskmisest madalam (Kert 2007, 167).

Kuna P/E suhte suurus sõltub paljuski kasumi kasvu kiirusest, on seetõttu vaid nimetatud suhtarvu järgi ettevõtte hinnatasemele raske ühest vastust anda. Seetõttu kasutatakse kiire kasumi kasvuga ettevõtete puhul lisaks ka PEG suhtarvu, mis kaasab endas P/E ja kasumi kasvukiiruse elemendid. Nimetatud suhtarv leitakse järgmise valemi alusel (Kert 2007, 168):

$$PEG = \frac{P/E}{\text{kasumi kasvu kiirus \%}} \quad (2)$$

kus

P/E – aktsia turuhinna ja kasumi suhe

Kui PEG suhte väärtus on väiksem kui 1, peetakse ettevõtte hinnataset enamasti soodsaks. Seevastu üle 1 jäävaid väärtusi peetakse märgiks ülehinnatusest (Ibid.).

P/B, mis on aktsia turuhinna ja bilansilise väärtuse suhet iseloomustav suhtarv, on P/E kõrval teine pankade õiglase väärtuse hindamisel enim kasutatav näitaja (Schreiner *et al* 2007, 35). P/B suhtarv leitakse järgmise valemi järgi:

$$\frac{P}{B} = \frac{P}{B} \quad (3)$$

kus

P – aktsia turuhind

B – aktsia bilansiline väärtus

Selleks, et leida aktsia bilansiline väärtus, leitakse esmalt ettevõtte omakapitali väärtus – kogu vara, millest on maha arvatud kõik kohustused – ning seejärel jagatakse saadud tulemus aktsiate arvuga, et leida bilansiline väärtus ühe aktsia kohta (Stowe *et al* 2007, 194-195).

Analüütikute hinnangul on P/B õiglase väärtuse hindamisel väga hea suhtarv järgmistel põhjustel (Stowe *et al* 2007, 195): 1) kuna tegemist on kumulatiivse bilansipõhise summaga, on aktsia bilansiline väärtus enamasti positiivne, seda ka siis, kui EPS on samal ajal negatiivne; 2) kuna aktsia bilansiline väärtus on võrreldes kasumiga aktsia kohta stabiilsem, võib P/B suhtarv anda adekvaatsema hinnangu kui P/E, seda juhul, kui EPS on tavalult kõrge, madal või ebastabiilne; 3) netovara väärtuse mõõdikuna on P/B suhtarv väga sobilik ettevõtete puhul, mis teotuvad suures osas likviidsetele varadele – finants-, investeerimis-, kindlustus- ja pangainstitutsioonid – ning võimaldab seetõttu toetudes aktsia bilansilisele väärtusele ligikaudselt hinnata ettevõtte turuväärtust.

Nimetatud suhtarvude järgi on võimalik võrdlusgrupi mediaani või keskmise alusel leida hinnatava ettevõtte õiglase väärtus. Paljud teoreetikud on aga arvamusel, et võrreldavate suhtarvude meetodi korral esineb peaaegu alati suhteliselt lai dispersioon, mistõttu on selle meetodi kasutamise tulemuslikkus ka vaieldav. Küll aga on selle kasutamine kasulik täiendava lisameetodina, et tuvastada erinevused, mille tõttu hinnatav ettevõtte võib teistest sarnastest ettevõtetest erineda. (Fernandez 2015, 2) Sel põhjusel on autor ka käesolevas töös hinnanud AS LHV Grupi õiglast väärtust lisaks eelnevale meetodile ka diskonteeritud rahavoogude meetodi abil.

1.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust vastavalt tema tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusele võttes arvesse ka riskitaset. Nimetatud meetodi puhul eristatakse enamasti kahte sorti rahavoogusid: vaba rahavoog ettevõttele ja vaba rahavoog omanikele. (Stowe *et al* 2007, 108). Enim kasutatavad rahavood DCF meetodi kasutamisel on välja toodud tabelis 2.

Tabel 2. Firma vaba rahavoo koosseis

| Rahavoo saajad | Rahavoog | Diskontomäär rahavoo nüüdisväärtuse leidmiseks |
|---|---|--|
| firma omanikud (aktsionärid, osanikud) | + puhaskasum + kulum - investeeringud põhivarasse - käibekapitali muutus - vanade laenude tagasimaksud + uued laenud | omakapitali hind |
| võlausaldajad | + intressikulud $\times(1\text{-maksumäär})$ + laenude põhisumma tagasimaksud - uued laenud | laenu maksudejärgne turuintress |
| firma vaba rahavoog | + puhaskasum + intressikulud $\times(1\text{-maksumäär})$ + kulum - investeeringud põhivarasse - käibekapitali muutus | kapitali kaalutud keskmine hind |

Allikas: (Zirnask 2008, 135)

Hinnates panga väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodi abil ei kasutata aga praktikas eelnimetatud rahavoogusid. Seda seetõttu, et käibekapitali muutust ning töökapitali finantsettevõtte puhul on väga probleemne hinnata, sest enamasti investeerivad finantsasutused, k.a. pangad immateriaalsetesse varadesse nagu bränd ja inimkapital. Sealt tulenevalt käsitletakse aruannetes selliseid investeeringud tegevuskuludena. Seetõttu on enamasti ka kulum ning kapitalikulud panga finantsaruannetes madalad või lausa olematud. (Damodaran 2009, 8)

Eelnevale põhinedes on analüütikud välja pakkunud alternatiivina vabadele rahavoogudele dividendid, mis on tihti peale ainukesed mõõdetavad rahavood, mida on võimalik pankade puhul jälgida ning prognoosida. (Damodaran 2009, 14)

Ka kasutades dividende prognoositavate rahavoogudena tuleks esmalt teha kindlaks, kas rahavoogusid diskonteerida nüüdisväärtusesse vastavalt kapitali kaalutud keskmisele hinnale või omakapitali hinnale. Kasutades diskontomäärana kapitali kaalutud keskmist hinda (WACC), peaksid laenumaksud ning kohustused olema selgesti eristatavad. Pankade puhul on mõistlikum aga hinnata otse omakapitali ja selle hinda, sest kohustuste mahu väljaselgitamine nagu ka eelnevalt mainitud, võib olla problemaatiline. (Ibid.)

Seega kasutatakse käesolevas töös vabade rahavoogudena dividende, eeldades, et aja jooksul ettevõtte maksab omanikele vabade rahavood välja dividendides. Tuleviku dividendide nüüdisväärtus leitakse järgneva valemi abil (Damodaran 2001, 751):

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

kus

PV – rahavoogude nüüdisväärtus,

CF_t – rahavood (dividendid) perioodil t ,

r – omakapitali hind ehk diskontomäär,

n – vara eluiga,

t – perioodide arv.

Selleks, et hinnata ettevõtte õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil, kasutades rahavoogudena dividende, tuleb diskontomäärana kasutada omakapitali hinda. Üks võimalikest meetoditest, mille abil omakapitali hinda leida, on finantsvarade hindamise mudel (CAPM – *capital asset pricing model*), mille kohaselt omakapitali oodatav tootlus sõltub riskivabast tulumäärast, turu riskipreemiast ning riski mõõtvast beetakordajast. Omakapitali hind on leitav järgmise valemiga (Stowe *et al.* 2007, 48):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f] \quad (5)$$

kus

$E(R_i)$ – oodatav omakapitali tulumäär,

R_f – riskivaba tulumäär,

$E(R_m)$ – turu tulumäär,

β_i – riski mõõtev beetakordaja (finantsvõimenduseta),

$E(R_m) - R_f$ – tururiski preemia.

Riskivaba tulumäär on tulu, millel puudub risk ja mille puhul investor ootab riskivaba tootlust ning mida arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil (Konkurentsiamet 2016, 4). Selleks, et kasutada omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudelit, tuleks esmalt kindlaks teha, millist riskivaba tulumäära ning riskipreemiat kasutada.

Riskivaba tulumäära puhul on võimalik kasutada kas lühiajalist või pikaajalist valitsuse võlakirjade intressimäära. Kuna aktsia puhul on tegemist pigem pikaajalise elueaga varaga, kasutatakse võimaluse korral ka võimalikult pikaajalise tähtajaga võlakirju. Saadaval olevate valitsuse võlakirjade tähtajad aga tihtipeale muutuvad ning erinevad ka rahvusvaheliste turgude lõikes, mistõttu ei pruugi näiteks likviidsel turul 20-aastase tähtajaga võlakirju eksisteeridagi, mistõttu on tavaks kasutada 10-aastase tähtajaga võlakirjade intressimäärasid (Stowe *et al.* 2007, 49).

Eesti ettevõtete aktsiate puhul on kõige sobilikum kasutada Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlust, sest Eesti riik ei ole ise pikaajalise tähtajaga võlakirja emissioone korraldanud. Lisaks sellele on see sobilik seetõttu, et tegemist on eurosooni ühe suurema riigi võlakirjaga, mis oma iseloomult on aktsiaga palju sarnasem kui näiteks aastase tähtajaga võlakiri. (Konkurentsiamet 2016, 4)

Kuna Eesti riigi ettevõtetel on suurem risk kui näiteks USA või Euroopa võrreldavatel ettevõtetel, tuleks omakapitali tootlust AS LHV Groupi puhul korrigeerida riigi riskipreemiaga. Seda on võimalik käsitleda kas eraldiseisvana või turu riskipreemia komponendina. Damodaran on välja pakkunud selleks kolm järgmist lähenemist: 1) riigi riskipreemia käsitlemine eraldiseisva, konkreetsest ettevõttest sõltumatu suurusena; 2) riigi riskipreemia mitteeristamine tururiskipreemiast (mille puhul mõjutab see rohkem kõrgema süstemaatilise riskiga ettevõtteid ja vastupidi); 3) riigi riskipreemia käsitlemine eraldiseisva, aga konkreetsest ettevõttest sõltuva suurusena. (Sander 2014, 12-13)

Peamine erinevus riigi riskipreemia käsitlemisel eraldiseisva komponendina ning turu riskipreemia koosseisus seisneb järgmises: kui riigi riskipreemiat käsitleda eraldiseisvana, siis mõjutab ta kõiki ettevõtteid samal moel, kui seda aga käsitletakse turu riskipreemia ühe komponendina, siis mõjutab see enim kõrgema beetakordajaga ettevõtteid. (Sander 2014, 13).

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. Kõige lihtsam on seda mõõta erinevusega valitsuse võlakirjaintresside määrades, kuid kuna Eesti valituses selliseid võlakirju ei ole, võeti kuni 2011. aasta jaanuarini aluseks Talibori ja Euribori noteeringute vahe. Seoses Eesti euro kasutuselevõtuga 1. jaanuarist 2011 lõpetas aga Eesti Pank pankadevahelise rahaturu laenu- ja hoiuseintresside Talibori avaldamise, mistõttu ei ole alates sellest ajast otsest kvantitatiivset hinnangut Eesti riigiriskile võimalik anda. (Konkurentsiamet 2016, 5)

Küll aga võib Rahandusministeeriumi sõnul lähtuda riigiriski hinnangu andmisel reitinguagentuuride avaldatud riikide krediitireitingutest eeldades, et agentuuride poolt väljastatud riigireitingud erinevad maksimaalselt ühe astme võrra Eesti riigireitingust. Alternatiivse lähenemisena võib kasutada ka laiapõhjalisemat riigireitingutel põhinevat riskipremia hinnangut või ka CDS-turul kujunevat Eesti riigi riskipremiat. Viimase puhul on probleemiks aga CDS-turu suur volatiilsus ja alusvara ehk Eesti riigi võlakirja puudumine. (Konkurentsiamet 2016, 6)

Tulenevalt eelnevast on käesolevas töös kasutatud laiapõhjalisemat riigireitingutel põhinevat Eesti riigi riskireitingut, mis vastavalt reitinguagentuurile *S&P/Moody's* on AA-/A1 (Estonia – Credit...). Damodarani poolt kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli seisuga 01.01.2017 AA-/A1 reitingule vastav krediidiriski preemia 81 baaspunkti ehk 0,81 protsendipunkti (vt tabel 3).

Tabel 3. Riigiriski preemia sõltuvus riigi riskireitingust Moody's andmetel (baaspunktides)

| Riskireiting | Krediidiriski preemia |
|---------------------|------------------------------|
| A1 | 81 |
| A2 | 98 |
| A3 | 139 |
| Aa1 | 46 |
| Aa2 | 57 |
| Aa3 | 70 |
| Aaa | 0 |
| B1 | 520 |
| B2 | 636 |
| B3 | 751 |
| Ba1 | 289 |
| Ba2 | 347 |
| Ba3 | 416 |
| Baa1 | 184 |
| Baa2 | 220 |
| Baa3 | 254 |
| Ca | 1 386 |
| Caa1 | 866 |
| Caa2 | 1 040 |
| Caa3 | 1 155 |

Allikas: (Country default spread...)

Järgmine oluline näitaja on turu riskipremia, mis näitab, kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Seega on turu riskipremia kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Selle leidmisel võib kasutada kahte lähenemist: ajalooliste andmete alusel leitav riskipremia või oodatava riskipremia leidmine kasutades selleks kas pikemaid või lühemaid ajaloolisi perioode. (Konkurentsiamet 2016, 10)

Kõige enam kasutatakse turu riskipremia leidmisel ajaloolist lähenemist, kus aktsiate pikaajalist tootlust võrreldakse võlakirjade pikaajalise tootlusega. Võrdlemisel saadud erinevus annabki ajaloolise turu riskipremia.

Damodarani sõnul annab kõige objektiivsema hinnangu truru riskipremiale just geomeetriline keskmine tulusus üle pikaajaliste valitsuse võlakirjade tulususe. Pikaajalise tootluse seetõttu, et lühiajalise tootluse puhul esineb enamasti suhteliselt suur standardviga ning geomeetrilise keskmise seeõttu, et aritmeetiline keskmine kipub turu riskipremiat üle hindama. (Skardziukas 2010, 33-34)

Grabowski teiselt poolt väidab aga, et optimaalne viis turu riskipremia leidmiseks on kasutada aritmeetilist keskmist tootlust üle 50- aastaste valitsuse võlakirjade tootluse. Ideaalis tuleks kasutada aga turu riskipremiat, mis jääb nende kahe vahele. (Skardziukas 2010, 34-35)

Kuna käesolevas töös ei saa nimetatud näitajat Eesti turu suhtes leida, sest OMXT turu ajalugu on liiga lühike, kasutatakse turu riskipremia leidmisel Euroopa ajaloolist tootlust. Euroopa ajaloolist riskipremiat on antud juhul korrektne kasutada ka seetõttu, et kõikidele Euroopa pankadele kehtivad suures osas sarnased regulatsioonid.

Credit Suisse 2016. aasta raporti järgi on Euroopa geomeetriline ajalooline keskmine tulusus üle pikaajaliste – 1966-2015 a – valitsuse võlakirjade 5,1% (Credit Suisse 2016, 63).

Viimase komponendina CAPM mudelist tuleks hinnata beetakordajat, mis näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Kuna turuindeksi beeta on võrdne ühega, siis ettevõtte, mille aktsia beeta on alla ühe, ei ole riskantsem kui turu keskmine ning kui aktsia beeta on üle ühe, siis on tegemist riskantsema aktsiaga kui turu keskmine. (Konkurentsiamet 2016, 12)

Beeta on sisuliselt aktsia süstemaatilise riski suhteline mõõt, kus süstemaatiline risk on see osa väärtpaberiga soetud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. (Ibid.)

Beetakordaja valiku puhul on järgmised võimalused (Sander 2014, 14): kasutada sektoripõhist beetakordajat, võrreldavate ettevõtete valimi keskmist beetakordajat, mida kohandatakse analüüsitava ettevõtte finantsvõimendusega või nn raamatupidamislikke

beetasid, mis kasutavad regressioonimudelid aktsiahindadel baseeruvate tulumäärade asemel raamatupidamislikke omakapitali tulususi.

Käesolevas töös kasutatakse beetakordajana Euroopa pankade beetat, mis vastab eelnevalt välja toodud beetakordaja esimesele valikuvõimalusele – kasutada sektoripõhist beetakordajat. Damodarani andmetel oli 2017. aasta 5. jaanuari seisuga Euroopa pankade beetakordaja, mis sisaldab endas ka turuiski, 1,01 (Damodaran 2017a). Nimetatud suurust on autor kasutanud, sest see peegeldab endas ka LHV Groupi kui kasvuettevõtte riske.

Ettevõtte koguväärtuse leidmiseks on tarvis teada, kui palju on väärt kõik ettevõtte poolt genereeritavad rahavood tulevikus. Kuna majandusaastaruannetel põhineval rahavoogude prognoosimisel on ajaline piiritus, on kaugemas tulevikus genereeritavate rahavoogude täpne prognoosimine liiga keeruline, enamasti ka võimatu (Levin 2000, 1).

Üheks võimalikuks viisiks selgitamiseks välja kõikide tulevikus genereeritavate rahavoogude väärtus alates perioodist, mil enam mõistliku täpsusega tulevikus genereeritavaid rahavoogusid ei ole võimalik prognoosida, on kasutada terminaalväärtust. See on kõigi järgnevate rahavoogude väärtus kuni lõpmatuseni, eeldades, et ettevõtte jätkab oma tegevust. Tihti peale terminaalväärtust moodustabki enamiku kogu ettevõtte väärtusest, mispärast on väga tähtis selle võimalikult täpne hindamine. (Salurand 2014, 11-12) Terminaalväärtust on leitav järgmise valemi abil:

$$CF_n = \frac{CF_t}{r - g} \quad (6)$$

kus

CF – rahavoog perioodil t ehk oodatav dividend järgmisel perioodil,

t – periood, mil enam mõistliku täpsusega tulevikus genereeritavaid rahavoogusid ei ole võimalik prognoosida,

r – diskontomäär e omakapitali hind,

g – kasvumäär.

Võttes arvesse terminaalväärtust, on ettevõtte tuleviku rahavoogude nüüdiseväärtust leitav järgmise valemi abil (Levin 2000, 1):

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (7)$$

kus

CF_n – terminaalkasutus,

n – kasvuperioodi viimane aasta, pärast mida rahavoogude kasv stabiliseerub.

Kuna firma õiglast väärtust hinnatakse vastavalt tuleviku rahavoogudele, on üks kõige olulisemaid näitajaid siinkohal oodatav kasvumäär. Olgugi, et teoreetiliselt võiks tuleviku rahavoogude prognoosimisel kasutada ka ajaloolist kasvu, on praktikas oodatavat kasvumäära lihtsam leida. (Damodaran 2001, 757) Oodatav kasvumäär koosneb järgmistest komponentidest: reinvesteeringumäär, mis on proportsioon maksujärgsesest kasumist, mis on investeeritud kapitali netokuludesse ja mitterahalisse töökapitali ning omakapitali tootlus (*ROE* – *return on equity*). (Damodaran 2009, 19)

Oodatav aastane kasv on leitav järgmise valemiga (Liivamägi 2015, 23.):

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

kus

RR – osakaal kasumist, mis suunatakse tagasi ettevõtte tegevusse,

ROE – omakapitali tootlus.

Hinnates ettevõtet, mis potentsiaalselt tulevikus kasvab ning areneb, tuleks kasutada ajaloolise investeeringute asemel pigem sektoripõhist keskmist reinvesteeringumäära. Seda seetõttu, et keskendudes ajaloolistele näitajatele võib reinvesteeringumäär olla kõrgem kui oodatav vastav määr. Sektoripõhise keskmise kasutamise on vajalik aga eelkõige siis, kui ettevõtte oodatav kasv on sektoripõhisest näitajast kõrgem. (Damodaran 2001, 757-758)

Selleks, et võrrelda aktsia turuväärtust tema õiglase väärtusega, tuleks leida ettevõtte õiglase väärtuse aktsia kohta. Selleks tuleks diskonteeritud rahavoogude meetodi abil leitud ettevõtte väärtuse, arvestades ka terminaalkasutust, jagada ettevõtte aktsiakapitaliga. (Damodaran 2001, 809).

Kokkuvõttes, olgugi, et diskonteeritud rahavoogude meetod on detailsem kui näiteks teised relatiivsed hindamismeetodid, ei lähe ka kõige paremini prognoositud näitajad kokku tegelikega ning seda mitmel põhjusel. Esiteks, ka siis, kui esialgsed andmed on võetud väga

usaldusväärsest allikast, tekib siiski oleviku või mineviku näitajate konverteerimisel prognoosiks vigu. (Damodaran 2011, 10)

Teiseks, ettevõtte prognoositav eluiga võib täielikult erineda selle tegelikust elueast ning olenemata sellest, kas ettevõtte käekäik on prognoositavast parem või halvem, erinevad prognoositavad rahavood ja teised näitajad tegelikest. (Ibid.)

Viimaks, isegi kui võetakse arvesse kõikvõimalikke riske ning ettevõtte kõik näitajad vastavad prognoositavatele, võib makrokeskkond ehk välised tegurid mõjutada neid näitajad täielikult. (Ibid.)

2. AS LHV GROUP

2.1. AS LHV Groupi tutvustus

Käesoleva lõputöö uuritavaks börsiettevõtteks on AS LHV Group, mis on suurim kodumaine finantskontsern ja kapitali pakkuja Eestis. LHV on loodud 1999. aastal pikaajalise investeerimis- ja ettevõtluskogemusega inimeste poolt ning selle missiooniks on aidata luua kohalikku kapitali ning toetada kohalikku ettevõtluse arengut. (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2015, 6)

AS LHV Groupi üks suurimatest tütarettevõtetest on LHV Pank, mille põhitegevuseks on pangandus ning mille klientideks eraisikud, väikese ja keskmise suurusega ettevõtted ning institutsionaalsed investorid. AS LHV Pank on ka üks suurimaid maaklereid NASDAQ OMX Balti börsidel ja suurim maakler rahvusvahelistel turgudel Baltikumi jaeinvestoritele. (Ibid.) LHV Panga ärimahu suurima osa moodustavad hoiused ja laenuportfell, mistõttu kontserni suurimaks tuluks on intressid (vt joonised 2 ja 3).

| Ärimahud, miljonites eurodes | 31.12.2016 | 31.12.2015 | muutus |
|--|-------------------|-------------------|---------------|
| laenuportfell | 531,8 | 405,4 | 31% |
| võlakirjaportfell | 64,9 | 103,0 | -37% |
| hoiused | 785,0 | 629,0 | 25% |
| omakapital | 80,2 | 61,4 | 31% |
| pangas varasid hoidvate klientide arv | 112 998 | 83 081 | 36% |

Joonis 2. AS LHV Groupi ärimahud

Allikas: (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 14)

| Konsolideeritud kasumiaruanne ja muu koondkasumiaruanne, miljonites eurodes | 2016 | 2015 | muutus |
|--|-------------|-------------|---------------|
| neto intressitulu | 25,55 | 18,76 | 36% |
| neto teenustasutulu | 5,72 | 4,85 | 18% |
| neto finantstulud | 1,00 | 0,12 | 711% |
| neto tegevustulud kokku | 32,27 | 23,73 | 36% |
| muud tulud | 0,38 | 0,09 | 331% |
| tegevuskulud | -17,64 | -15,38 | 15% |
| laenukahjumid | -1,77 | -0,67 | 164% |
| lõpetatud tegevused | 0,00 | 2,18 | -100% |
| puhaskasum | 13,24 | 9,94 | 33% |

Joonis 3. AS LHV Groupi konsolideeritud kasumiaruande ja ärimahtude väljavõte

Allikas: (Ibid.)

AS LHV Groupi teine suurim tütarettevõtte on AS LHV Varahaldus, mis on investeerimisfondide valitsemisega tegelev ettevõtte, mis valitseb seitset investeerimisfondi – viit kohustuslikku pensionifondi, üht vabatahtlikku pensionifondi ja üht eurofondi. LHV Varahalduse eesmärk on pakkuda pensionifondide klientidele parimat pikaajalist tootlust ning 10 viimase kalendriaasta tootluse arvestuses hoiavad LHV pensionifondid kõigi investeerimisstrateegiate lõikes esimesi kohti. (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2015, 14) Tulenevalt nimetatud tütarettevõtte tegevusalast on kontserni teiseks suurimaks tuluallikaks teenustasud (vt joonis 4).

| Finantstulemused miljonites eurodes | 2016 | 2015 | muutus |
|--|-------------|-------------|---------------|
| neto teenustasutulu | 12,9 | 9,2 | 40% |
| muud finantstulud | 0,2 | 0,3 | -33% |
| netotulud kokku | 13,1 | 9,5 | 38% |
| tegevuskulud | -6,9 | -4,8 | 44% |
| puhaskasum | 6,1 | 5 | 30% |
| valitsetavate fondide maht | 974 | 570 | 71% |
| Kohustuslike pensionifondide klientide arv (tuhandetes) | 204 | 147 | 39% |

Joonis 4. AS LHV Groupi finantstulemused.

Allikas: (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 15)

2016. aasta mais noteeris AS LHV Group esmakordselt Tallinna börsil 2 miljonit omanimelist aktsiat märkimishinnaga 6,95 eurot aktsia kohta. Aktsiaemissioonist võttis osa 5 485 investorit, kes märkisid kokku 6,6 miljonit aktsiat 46,2 miljoni euro eest, mis tähendab, et aktsiaemissioon märgiti 3,3- kordselt üle. (Rum 2016)

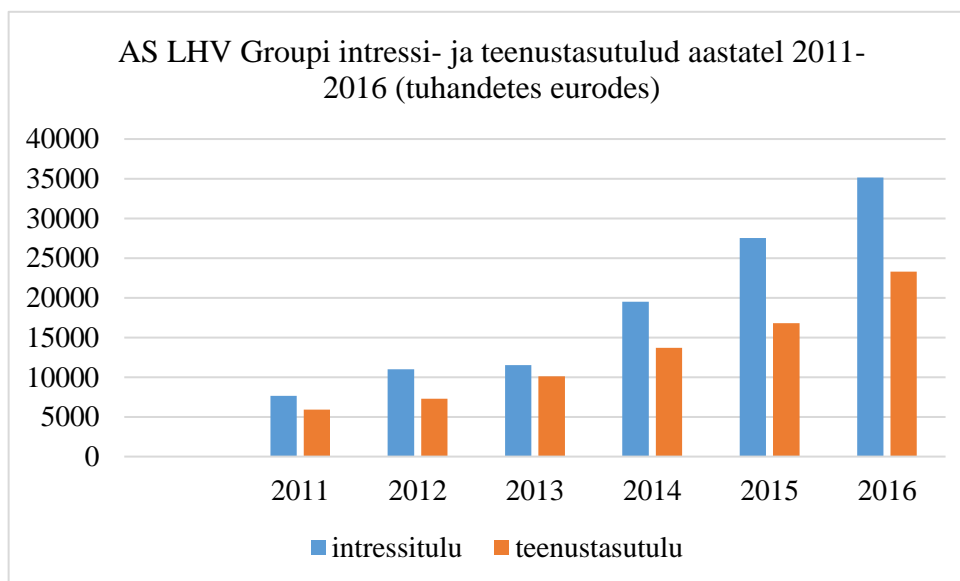
2.2. AS LHV Groupi finants- ja turunäitajad

Finantsanalüüs on finantsjuhtimise üks osa ja see kujutab endast finantsinformatsiooni alusel ettevõtte möödunud, käesoleva ja tulevikus oodatava finantsolukorra hindamist. Finantsanalüüs on osa kogu ettevõtte majandustegevusega seotud majandusnäitajate analüüsist, mis on suunatud nii kassapõhiste kui ka tekkepõhiste finantsnäitajate analüüsimisele. Peamised raamatupidamisaruanded, mida analüüsitakse on bilanss, kasumiaruanne ja rahavoogude aruanne ning samuti eelarvestatud aruanded. (Udras 2006)

Raamatupidamisaruandluse analüüsi tehes rakendatakse nii horisontaalanalüüsi, mis uurib erinevate aruannete dünaamikat perioodide lõikes kui ka vertikaalanalüüsi, mis uurib aruannete sisemise struktuuri muutuste dünaamikat (Sikk 2012, 4). Käesolevas töös viiakse läbi AS LHV Groupi aastaaruannete horisontaalanalüüs.

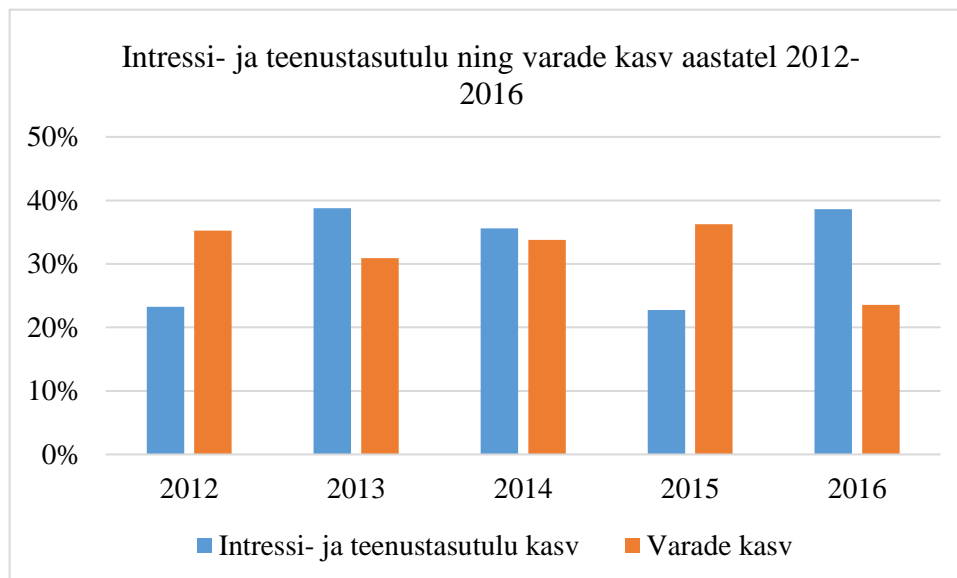
Horisontaalanalüüsi kõige tähtsam näitaja on müügitulu ehk müügikäive. Kuna AS LHV Groupi kaheks suurimaks tütarettevõtteks on LHV Pank ja LHV Varahaldus, mille tegevusalad on vastavalt pangandus ja investeerimisfondide valitsemine, on kontserni

põhilisteks tuluallikateks intressid ning teenustasud. Sealt tulenevalt on joonisel 5 välja toodud AS LHV Groupi intressitulud ning teenustasud aastatel 2013-2016.



Joonis 5. AS LHV Groupi intressi- ja teenustasutulu aastatel 2011-2016 (tuhandetes eurodes)
Allikas: Autori koostatud AS LHV Groupi 2012-2016 konsolideeritud aastaaruannete põhjal

AS LHV Groupi intressi- ja teenustasutulu on viimase kuue aasta jooksul olnud püsivalt tõusvas trendis, mis viitab sellele, et tegemist on pidevalt kasvava ja areneva ettevõttega. Selleks, et hinnata, kas ettevõtte varad on efektiivselt kasutatud, võrreldakse bilansivara põhirühmade kasvutemposid netokäibe kasvutempoga. Kui müügitulu kasvutempo on suurem kui varade kasvutempo, on ettevõtte varad efektiivselt kasutatud. (Sikk 2012, 7)

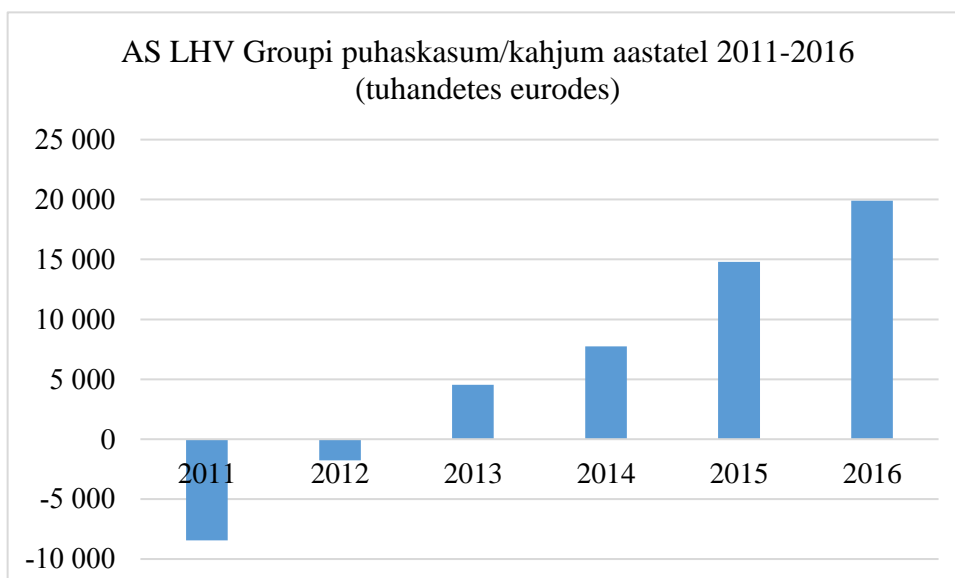


Joonis 6. Intressi- ja teenustasutulu ning varade kasv aastatel 2012-2016

Allikas: Autori koostatud AS LHV Groupi 2012-2016 konsolideeritud aastaaruannete põhjal

Lähtudes eeldusest, et ettevõtte varasid on efektiivselt kasutatud siis, kui intressi- ja teenustasutulu kasv on olnud suurem kui varade kasv, on selliselt toimitud aastatel 2013, 2014 ja 2016. Tulenevalt eelnevast võib järeldada, et aastatel 2012 ja 2015 kasutati AS LHV Groupis varasid ebaefektiivselt, mis võib viidata olukorrale, kus varasid on liigselt soetatud või on ettevõttel müügiraskused (Sikk 2012, 7).

Kuna LHV aktsia puhul on tegemist kasvuaktsiaga, on olulisel kohal finantsanalüüsis ettevõtte puhaskasumi kasv, mille arvelt makstakse aktsionäridele välja ka dividende.



Joonis 7. AS LHV Groupi puhaskasum/kahjum aastatel 2011-2016 (tuhandetes eurodes)

Allikas: Autori koostatud AS LHV Groupi 2012-2016 konsolideeritud aastaaruannete põhjal

Joonisel 7 on näha, et ettevõtte oli aastatel 2011-2012 kahjumis, kuid vaatamata sellele on viimase kuue aasta jooksul kontserni puhaskasum olnud püsivas tõusutrendis, tõustes 2015. aastal võrreldes eelneva aastaga ligi 91%. See annab kindlust väitele, et LHV aktsia puhul on tegemist tõepoolest kasvuaktiiviga.

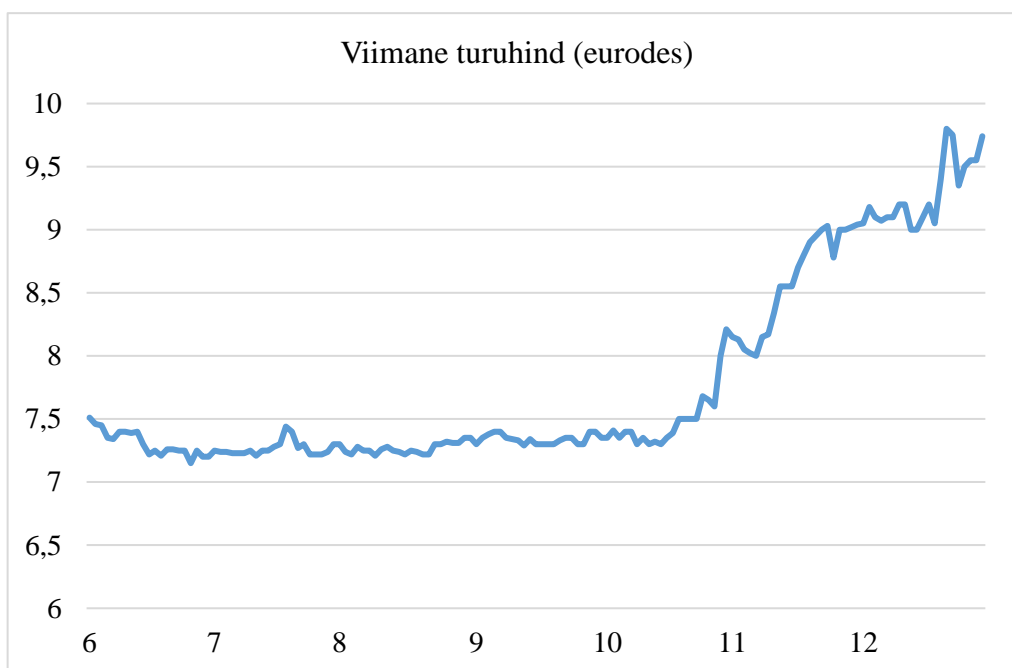
LHV Group emiteeris 23. mail 2016. aastal NASDAQ Tallinna börsil 2 miljonit uut aktsiat märkimishinnaga 6,95 eurot aktsia kohta (LHV Group 2016). Tabelis 4 on välja toodud LHV Groupi väärtpaberit puudutav informatsioon.

Tabel 4. LHV Groupi väärtpaberi informatsioon

| | |
|---------------------------|------------------|
| ISIN | EE3100073644 |
| Väärtpaberi lühinimi | LHV1T |
| Nimekiri/segment | BALTIC MAIN LIST |
| Emitent | LHV Group (LHV) |
| Nominaal | 1,00 EUR |
| Emiteeritud väärtpabereid | 25 356 005 |
| Noteeritud väärtpabereid | 25 356 005 |
| Noteerimise kuupäev | 23.05.2016 |

Allikas: (LHV Group väärtpaber)

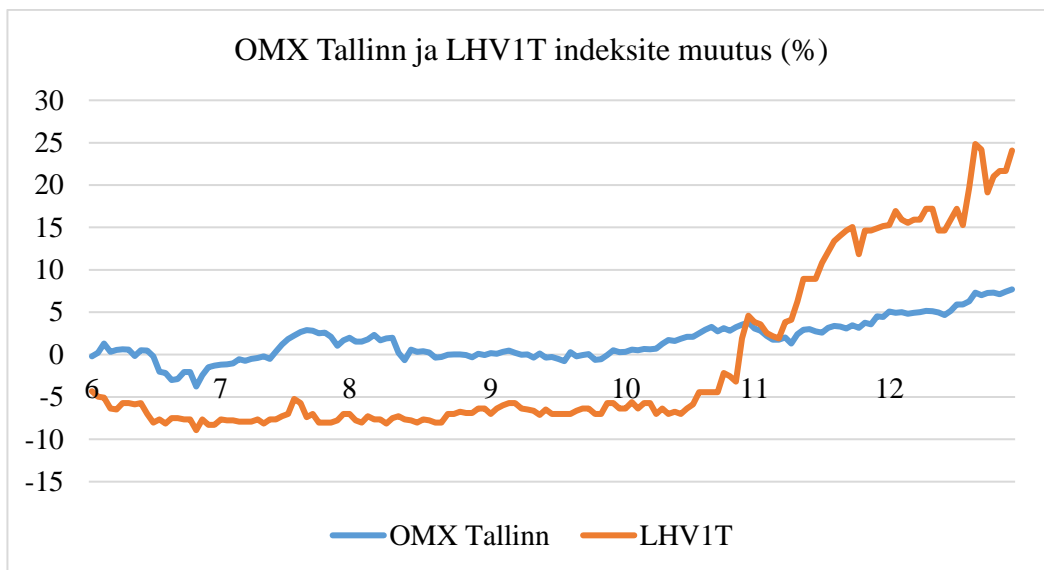
2016. aasta lõpuks oli aktsia hind tõusnud 37,5%, jõudes 9,74 euroni (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 19). Joonisel 8 on välja toodud LHV Groupi aktsia turuhinna kõikumine aastal 2016. Väärtpaberi kõrgeim hind oli 21.12.2016, makstes 9,8 eurot ning kõige madalamal tasemel 27.06.2016, makstes 7,15 eurot.



Joonis 8. AS LHV Groupi väärtpaberi turuhinna muutus juuni-detsember 2016

Allikas: Autori koostatud lisas 1 toodud andmete põhjal

Joonisel 9 on välja toodud OMX Tallinna indeksi muutus võrreldes LHV Groupi aktsia indeksi muutusega perioodil 2016. aasta juuni-detsember. Käesolevalt jooniselt on näha, et 2016. aasta viimasel kahel kuul ületas LHV Groupi aktsia indeksi muutus turuindeksi muutust.



Joonis 9. OMX Tallinna ja LHV1T indeksite muutus 2016. aasta juuni-detsember

Allikas: Autori koostatud lisas 2 toodud andmete põhjal

3. AS LHV GROUPI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Pankade, kindlustusfirmade ja investeerimispankade väärtuse hindamine on küllaltki keeruline, sest esiteks, selliste ettevõtete rahavoogusid on keeruline prognoosida, sest mitmed näitajad ei ole üheselt defineeritud ja teiseks, suur osa finantsettevõtetest on regulatsioonide all, mis määravad, kuhu ettevõtted võivad investeerida, kui kiiresti võivad kasvada ning kuidas neid rahastatakse. Sealt tulenevalt võivad suured muutused regulatsioonides tekitada suuri erinevusi ka ettevõtte väärtuses. (Damodaran 2009, 1)

3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine

Käesolevas töös kasutatakse AS LHV Grupi õiglase väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil vabade rahavoogudena dividende. Autori hinnangul on mõistlik rahavoogusid prognoosida aastani 2020, alates millest kasutatakse rahavoogude terminaalväärtust ehk eeldatakse, et ettevõtte rahavood kasvavad püsivalt samasuguse kasvumääraga.

LHV dividendipoliitika, mis sätestab dividendide maksmise põhimõtted, kohaselt on dividendi maksmise kõige olulisemaks eelduseks kapitaliga seotud nii välised kui sisemised regulatiivsed normatiivid, mis peavad olema jätkusuutlikult täidetud. LHV maksab eeltingimuste täitmisel dividendideks koos sisalduva tulumaksuga vähemalt 25 protsenti LHV aktsionäridele kuuluvast maksude eelsest kasumist. (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 24)

LHV Grupi eesmärk kapitali juhtimisel on: 1) tagada Grupi tegevuse jätkuvus ning võime aktsionäridele kasumit toota; 2) säilitada tugev kapitali baas, mis toetab äritegevuse arengut; 3) täita kapitalile kehtestatud nõudeid, nagu need on ette nähtud järevalveorganite poolt.

Grupi hallatav kapital koosneb esimese ja teise taseme omavahenditest ning on välja toodud joonisel 10. Kapitali juhtimisel on põhitähelepanu esmase tasandi omavahenditel, sest ainult esmase tasandi omavahendid omavad kahjumite absorbeerimise võimet. Kõik muud

kasutatavad kapitalikihid on sõltuvuses esmase tasandi omavahendite mahust. (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 45).

| Omavahendid (tuhandetes eurodes) | 31.12.2016 |
|--|-------------------|
| Sissemakstud aktsiakapital | 25 356 |
| Ülekurs | 45 892 |
| Kasumi arvel moodustatud kohustuslik reservkapital | 1 580 |
| Muud reservid | -40 |
| Eelmiste perioodide jaotamata kasum/(kahjum) | 10 517 |
| Immateriaalne põhivara (miinusega) | -8 114 |
| Aruandeperioodi kasum | 17 816 |
| Mittekontrolliv osalus | 0 |
| Esimese taseme omavahendid kokku | 93 007 |
| Allutatud kohustused | 30 900 |
| Teise taseme omavahendid kokku | 30 900 |
| Kokku neto-omavahendid | 123 907 |

Joonis 10. AS LHV Groupi omavahendid 2016. aastal (tuhandetes eurodes)

Allikas: (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 45)

Krediitiasutuse omavahendid peavad igal hetkel olema võrdsed või ületama krediitiasutuste seaduses sätestatud aktsiakapitali (5 miljonit eurot) minimaalsuurust. Minimaalne esimese taseme omavahendite (Tier 1 kapitali) nõue Eestis on 9,5% ning kogu omavahendite nõue (CAD) 11,5%, kus viimasele lisandub veel krediitiasutuse spetsiifiline täiendav Pillar 2 nõue. Samuti viiakse igal aastal läbi sisemise kapitali adekvaatsuse hindamise protsess (ICAAP), mille eesmärk on tuvastada võimalik kapitalivajadus lisaks regulatiivsetele kapitalinõuetele. Sisemine esmaste omavahendite kapitalinõuete ehk Tier 1 eesmärk 2017. aastaks on 13,29% . (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 46)

Konsulterides AS LHV Groupi analüütikutega selgus, et LHV Panga riskivarad olid suures piirdes 2016. aastal 100% laenude mahust ning prognooside järgi jääb see maht samaks ka järgnevatel aastatel. Tier 1 kapital oli 2016. aastal ligi 96% panga omakapitalist, millest tulenevalt peaks tier 1 kapitaliadekvaatsus ehk esimese taseme omavahendite osakaal riskivaradest prognooside kohaselt jääma 14-15% vahele, mis tähendab, et kõik, mis on üle selle, võib pangast välja maksta Gruppi ning sealt omakorda dividendideks aktsionäridele.

Kuna LHV Pank praegusel hetkel kasvab aga suhteliselt kiiresti, ei ole tõenäoline, et nad kohe ka grupile ülejäänud kapitali välja maksma hakkaks. Seetõttu võiks LHV analüütikute sõnul eeldada, et kui panga riskikaaluga varade kasv jääb madalamaks kui ROE, hakkab pangal ka kapitali üle jääma. Viimase viie aasta keskmine LHV Panga laenuportfelli keskmine kasv on ligi 52%, mille suur väärtus on peamiselt tingitud 2013. aastal ligi 95% tõusnud laenude mahust. Kui mitte arvestada nimetatud aasta suurt kasvu keskmise arvutamisel, jääb see siiski suhteliselt kõrge määra – 37% - juurde.

Sealt tulenevalt, kuna LHV Groupi ROE aastal 2016 oli 20,7% ning ka tulevikus on LHV eesmärgiks teha oma äri nii, et omakapitali tootlus ulatuks 20%-ni, ei ole tõenäoline, et LHV Pank maksaks oma ülejäävat kapitali välja enne firma tegevuse stabiliseerumist (AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016, 5).

Tuginedes mitmetele uuringutele ja teadustöödele, seal hulgas Corwin ja Schultz 2005, Ritter 1991 ning ka Goergen, Khurshed, McCahery ja Renneboog 2003, kestab IPO aktsiate kiire kasv enamasti esimesed 3-5 aastat, pärast mida ettevõtte tegevus stabiliseerub. Lisaks, tulenevalt 2017. aasta 10. jaanuarist jõustunud uuest investeerimisfondide seadusest, mille kohaselt fondivalitsejate kapitalinõue vähenes, on Varahaldusel kontsernile võimalik korruga välja maksta ka suurem kogus kapitali, mistõttu LHV Pangal on võimalus oma ülejäänud kapital suunata tagasi ettevõtte tegevusse, et lähiaastatel jätkata kiiremat kasvu.

LHV analüütikute sõnul hakkab Pank oma ülejäänud kapitali kontsernile välja maksma siis, kui riskikaaluga varade kasv on madalam kui ROE. Kuna nende hinnangul ei ole 20% omakapitalitootlus pikaajaliselt jätkusuutlik, eeldatakse töös, et pikaajaline LHV Groupi ROE suhtarv on parimal juhul 15%.

Tabel 5. AS LHV Panga laenuportfelli maht aastateks 2016-2020 (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Laenud ja nõuded klientidele | 531 761 | 658 563 | 785 562 | 901 219 | 992 796 |
| Kasvumäär, % | 23,9 | 19,3 | 14,7 | 10,2 | 5,6 |

Allikas: Autori arvutused

Kasutades alates aastast 2016 laenuportfelli kasvumäärana 2016. aasta kasvu, mida on korrigeeritud viimase kuue aasta laenuportfelli kasvumäära keskmise kasvuga ning alandades seda määra regresseeruvalt kuni aastani 2020, mil rakendatakse pikaajalist kasvumäära, selgub, et LHV Panga riskikaaluga varade kasv on madalam kui omakapitalitootlus, eeldusel, et pikaajaline ROE suhtarv on parimal juhul 15%, alates aastast 2019.

Lähtudes Eesti Panga pressiteates välja toodud eeldusest, et pangalaenude kasvutempo peaks lähiaastatel olema kooskõlas nominaalse majanduskasvu kiirusega, kasutatakse käesolevas töös LHV Panga pikaajalise laenuportfelli kasvumäärana Eesti nominaalset SKP näitajat (Rääsk 2016). See on 2020. aastaks rahandusministeeriumi prognooside kohaselt 5,6% (Sester 2017).

Järgnevas tabelis on välja toodud LHV Panga kapitalinõude mahud, millest ülejäävat kapitali hakatakse alates 2019. aastast välja maksma LHV Groupile.

Tabel 6. AS LHV Panga regulatiivsetest normatiividest tulenev kapitalinõue (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Laenud ja nõuded klientidele | 531 761 | 658 563 | 785 562 | 901 219 | 992 796 |
| Kapitaliadekvaatus, % | 14,5 | | | | |
| Kapitalinõue | 77 105 | 95 492 | 113 907 | 130 677 | 143 955 |

Allikas: Autori arvutused

Selleks, et prognoosida alates 2019. aastast ülejääva kapitali mahtusid, tuleks järgmisena prognoosida LHV Panga prognoosiperioodi puhaskasumit, mis on välja toodud tabelis 7.

Tabel 7. AS LHV Panga puhaskasum aastateks 2016-2020 (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Puhaskasum | 13 247 | 15 234 | 17 183 | 19 003 | 20 596 |
| Kasvumäär, % | 15,0 | 12,8 | 10,6 | 8,4 | 6,2 |

Allikas: Autori arvutused

2016. aasta kasvumäär on leitud valemi 8 abil, kus dividendimäärana kasutatakse LHV Groupi majandusaastaruandes välja toodud dividendimäära, milleks on 25%, mistõttu reinvesteeringimääraks kujuneb 75%. Omakapitalitootluse puhul on lähtutud LHV eesmärgist teha oma äri nii, et omakapitali tootlus ulatuks 20%-ni. Edasise kasvumäärasid on kahandatud regresseeruvalt kuni pikaajalise kasvumäärani, millena kasutatakse Euroopa pankade ajaloolist keskmist, mis Damodarani andmetel on 6,18%.

Arvestades, et iga aasta omakapital suureneb sama aasta puhaskasumi ning väheneb väljamakstavate dividendide võrra, on järgnevas tabelis välja toodud LHV Panga kapitali ülejääk prognoosiperioodiks.

Tabel 8. AS LHV Panga regulatiivsetest normatiividest tulenevast kapitalinõudest ülejääv kapital (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Puhaskasum | 13 247 | 15 234 | 17 183 | 19 003 | 20 596 |
| Omakapital | 80 168 | 95 402 | 112 585 | 131 588 | 151 273 |
| Kapitalinõue | 77 105 | 95 492 | 113 907 | 130 677 | 143 955 |
| Kapitali ülejääk | 3 063 | -90 | -1 321 | 911 | 7 318 |

Allikas: Autori arvutused

Tabelist 8 võib näha, et LHV Pank saab vaba kapitali välja maksta LHV Groupile 2019. ja 2020. aasta omakapitalist vastavalt 911 ja 7 318 tuhat eurot.

Teise osa kapitalist LHV Groupile maksab välja LHV Varahaldus, samuti vastavalt regulatiivsetele normatiividele. Alates 10. jaanuarist 2017 peavad fondivalitseja neto-omavahendid olema vähemalt võrdsed järgmiste näitajatega: 1) pensionifondi algkapitali minimaalse suurusega (1 000 000 eurot); 2) 25 protsendiga pensionifondi valitseja püsivatest üldkuludest; 3) 0,5% tema valitsetavate pensionifondide turuväärtusest osas, mis ei ületa 1000 miljonit eurot ning 0,02% kõigi tema valitsetavate fondide turuväärtusest osas, mis ületab 1000 miljonit eurot. (Investeeringufondide seadus, § 334)

2016. aasta jaanuaris oli LHV Varahalduse jaoks suurim sündmus AS-i Danske Capital ostmise ning endaga ühendamise, millest tekkis bilanssi 6,6 miljoni euro eest immateriaalset vara, millest kliendilepingute osa amortiseeritakse mitme aasta jooksul (AS LHV Varahaldus majandusaasta aruanne 2016, 4). Kuna immateriaalse vara puhul ei ole tegemist ei raha ega ka raha ekvivalendiga, lisandub see eelnevalt välja toodud regulatiivsele kapitalinõudele.

Kuna fondivalitseja kapitalinõue sõltub suures osas fondide mahust, on järgnevas tabelis välja toodud fondide mahud aastateks 2016-2020.

Tabel 9. AS LHV Varahalduse fondide mahud aastateks 2016-2020 (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Palgakasv, % | 5,9 | 5,0 | 5,4 | 5,3 | 5,1 |
| Keskmine fondide tootlus, % | 4,25 | | | | |
| Fondide maht | 974 000 | 1 140 495 | 1 320 321 | 1 508 285 | 1 704 117 |

Allikas: Autori arvutused

Fondide mahtude prognoosimisel on LHV analüütikute soovitusel kasutatud Rahandusministeeriumi poolt prognoositud aastast palgakasvu ning LHV fondide keskmist tootlust aastatel 2012-2016. Prognooside tegemisel eeldati samuti analüütikute soovitusel, et iga-aastaselt suureneb fondide maht vähemalt 120 000 miljoni euro võrra, mis omakorda suureneb igal aastal vastavalt palgakasvule. Lisaks fondi mahu suurenemisele tuleb prognoosimisel avestada ka kogu fondide mahu tootlust, mis viimase viie aasta keskmise järgi on ligi 4,25% aastas (LHV koduleht).

Järgnevalt prognoositakse eelnevalt leitud fondide mahtude järgi kapitalinõude maht aastateks 2016-2020, mis sisaldab lisaks regulatiivsele kapitalinõudele ka Danske Capitali ostust tulenevat immateriaalset vara. Alates 2017. aastast rakendatakse uusi regulatsioone, mille kohaselt neto-omavahendite maht on 0,5% fondide turuväärtuse osalt, mis on alla 1000 miljoni euro ning 0,02% osalt, mis on üle 1000 miljoni euro. 2016. aastal kehtisid veel vanemad regulatsioonid, mille kohaselt fondivalitseja, kelle valitsetavate fondide vara turuväärtus on suurem kui 125 miljonit eurot, neto-omavahendid peavad olema vähemalt 2,5 miljonit eurot ning 1% tema valitsetavate fondide vara turuväärtuse osast, mis ületab 125 miljonit eurot. Lisaks peab fondivalitseja hoidma täiendavaid omavahendeid 0,02% valitsetavate fondide turuväärtuse osalt, mis ületab 250 miljonit eurot. Tulenevalt eelnevast väheneb alates 2017. aastast kapitalinõue võrreldes varasemate aastatega ligi kolmandiku võrra. (AS LHV Varahaldus majandusaasta aruanne 2016, 21)

Tabel 10. AS LHV Varahalduse kapitalinõude mahud aastateks 2016-2020 (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Fondide maht | 974 000 | 1 140 495 | 1 320 321 | 1 508 285 | 1 704 117 |
| Kapitalinõue (<1 000 mln eurot) | - | 5 000 | 5 000 | 5 000 | 5 000 |
| Kapitalinõue (>1 000 mln eurot) | - | 28 | 64 | 102 | 141 |
| Immateriaalne vara | 6 600 | 6 600 | 6 600 | 6 600 | 6 600 |
| Kapitalinõue kokku | 17 735 | 11 628 | 11 664 | 11 702 | 11 741 |

Allikas: Autori arvutused

Selleks, et hinnata, kui palju prognoositaval perioodil kapitali üle jääb, tuleb hinnata LHV Varahalduse puhaskasumit. Esmalt prognoositakse selleks ettevõtte tulused, mis koosnevad valitsetavate fondide teenustasutuludest ning on toodud välja tabelis 11.

Tabel 11. AS LHV Varahalduse teenustasutulud aastateks 2016-2020 (tuhandetes eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Fondide maht | 974 000 | 1 140 495 | 1 320 321 | 1 508 285 | 1 704 117 |
| Teenustasude osakaal fondide mahust, % | 1,32 | 1,26 | 1,20 | 1,15 | 1,10 |
| Teenustasutulud | 12 905 | 14 402 | 15 892 | 17 304 | 18 634 |

Allikas: Autori arvutused

Tulude leidmisel lähtuti teenustasude osakaalust fondide mahust, mis aastatel 2012-2016 oli keskmiselt 1,5% ning viimasel aastal 1,3%. Nimetatud perioodi algusaastatel tulude osakaal aastate lõikes suurenes, kuid alates 2015. aastast hakkas see langema. Arvestades asjaolu, et aastast 2015 hakkas riik muutma pensionifondide tasude regulatsiooni, on see ka mõistetav. Kuna nimetatud regulatsioonide muutmine jätkus ka edasistel aastatel, eeldatakse, et edaspidi nimetatud osakaal aastate lõikes väheneb. Arvestamata ajalooliste osakaalude muutumise suunda, kujuneb keskmiseks määra muutuseks 4,9%, millest on lähtutud ka prognoosiperioodil.

Kuna II samba fondide valitsemistasu määrad alanevad koos mahu kasvuga, kasvavad ka Varahalduse äritulud aeglasemalt kui hallatavate pensionifondide mahud (AS LHV Varahaldus 2016. majandusaasta aruanne).

Järgnevalt hinnatakse LHV Varahalduse kulusid, mille prognoosimisel kasutatakse kasvumäärana LHV analüütikute soovitusel järgmist valemit:

$$Kasvumäär = \frac{1}{3} \text{palgakasv} + \frac{1}{3} \text{inflatsioon} + \frac{1}{3} \text{fondide mahu kasv} \quad (9)$$

Aastate 2016-2020 palgakasvu puhul on lähtunud Rahandusministeeriumi prognoosidest, inflatsiooni puhul Eesti panga prognoosist aastaks 2017 – 1,9% – ning fondide mahu kasvu puhul autori poolt prognoositud fondide mahtudest (Eesti Pank 2015, 29). Kulude ning puhaskasumi prognoos on välja toodud tabelis 12.

Tabel 12. AS LHV Varahalduse kulud ja puhaskasum aastateks 2016-2020 (eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Kulud | 6 775 532 | 7 337 764 | 7 892 190 | 8 458 750 | 9 027 849 |
| Kasvumäär, % | 8,3 | 7,6 | 7,2 | 6,7 | 6,3 |
| Puhaskasum | 6 129 152 | 7 064 761 | 7 999 724 | 8 844 759 | 9 606 080 |

Allikas: Autori arvutused

Arvestades, et iga aasta omakapital suureneb selle aasta puhaskasumi ning väheneb väljamakstavate dividendide võrra, on järgnevas tabelis välja toodud kapitali ülejääk aastateks 2016-2020. Kuna alates 2017. aastast hakkasid kehtima uued regulatiivsed normatiivid, suureneb ka ülejääv kapital oluliselt võrreldes varasemate aastatega. 2018. aastal ülejääva kapitali maht jällegi stabiliseerub, sest sel aastal makstakse eelneva aasta ülejääv kapital välja dividendidena, mille võrra käesoleva aasta omakapital jällegi omakorda väheneb.

Tabel 13. AS LHV Varahalduse ülejääv kapital aastatel 2016-2020 (eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Puhaskasum | 6 129 152 | 7 064 671 | 7 999 724 | 8 844 759 | 9 606 080 |
| Kapitalinõue | 17 734 800 | 11 628 099 | 11 664 064 | 11 701 657 | 11 740 823 |
| Omakapital | 20 957 189 | 24 799 471 | 19 627 823 | 20 508 824 | 21 307 737 |
| Kapitali ülejääk | 3 222 389 | 13 171 372 | 7 963 759 | 8 807 167 | 9 566 914 |

Allikas: Autori arvutused

Kuna AS LHV Groupile maksab ülejäävat kapitali eelduste kohaselt tulevikus välja kaks tütarettevõtet, on vajalik arvestada dividendide väljamaksmisel mõlema kapitali ülejääki. Nagu ka eelnevalt välja toodud, maksab aastani 2020 ülejäävat kapitali grupile välja vaid LHV Varahaldus ning alates 2020. aastast maksab eelneva aasta omakapitali arvelt grupile kapitali välja ka LHV Pank.

Tabel 14. AS LHV Grupi poolt väljamakstavad dividendid aktsia kohta aastatel 2016-2020 (eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| AS LHV Panga kapitali ülejääk | - | - | - | 911 440 | 7 317 725 |
| AS LHV Varahalduse kapitali ülejääk | 3 222 389 | 13 171 372 | 7 963 759 | 8 807 167 | 9 566 914 |
| Väljamakstavad dividendid | 0,00 | 0,15 | 0,52 | 0,31 | 0,38 |

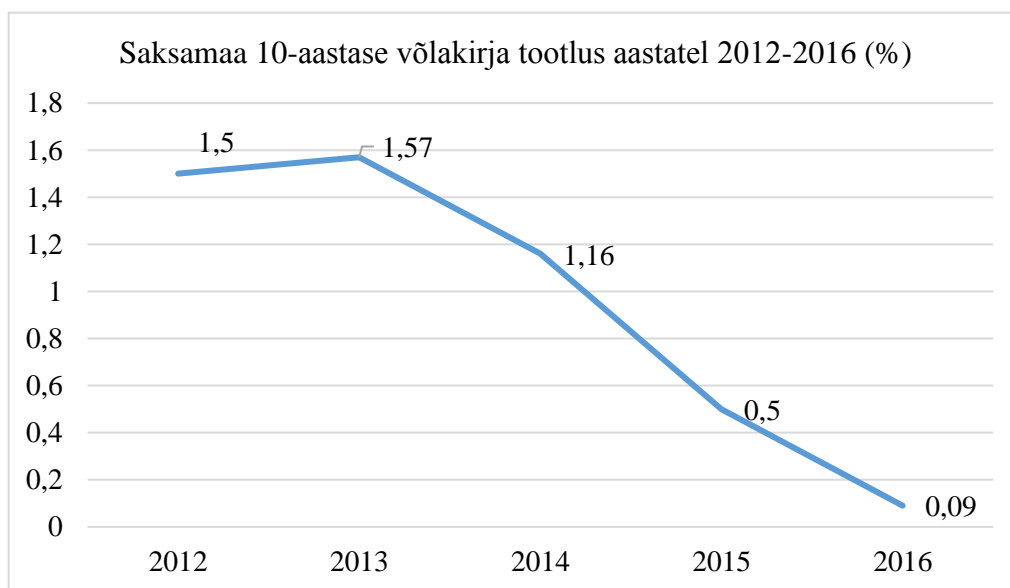
Allikas: Autori arvutused

Igal aastal makstakse dividendid välja eelneva aasta omakapitali arvelt, kuid kuna 2016. aastal LHV aktsionäridele veel dividende ei makstud, algavad tuleviku dividendi rahavood alates aastast 2017, mil LHV börsiteate järgi maksti dividende välja 0,15 eurot aktsia kohta (Rum 2017). Alates 2018. aastast on väljamakstavad dividendid aktsia kohta prognoositud.

3.1.2. Omakapitali hinna ja terminaalkväärtuse leidmine

Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse CAPM mudelit, mille kohaselt omakapitali oodatav tulumäär sõltub riskivabast tulumäärast, turu riskipreemiast ning riski mõõtvast beetakordajast ning on leitav valemi 5 abil.

Riskivaba tulumäärana kasutatakse Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmist tootlust, sest Eesti riik ise ei ole pikaajalise tähtajaga võlakirja emissioone korraldanud. Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlus aastatel 2012-2016 on välja toodud joonisel 11, mille põhjal on leitud viimase viie aasta keskmine tootlus, mis on 0,964%.



Joonis 11. Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlus aastatel 2012-2016 (%)

Allikas: (Long-term interest...)

Kuna käesolevas töös hinnatakse Eesti ettevõtte õiglast väärtust, on ka risk suurem kui näiteks USA või Euroopa võrreldavatel ettevõtetel ning seetõttu korrigeeritakse omakapitali tootlust riigi riskipreemiaga, mille puhul kasutatakse laiapõhjalisemat riigireitingutel põhinevat riskipreemia hinnangut väärtusega on 0,81%. Tulenevalt eelnevast kujuneb riigipreemiaga korrigeeritud riskivabaks tulumääraks 1,774%.

Järgmine oluline näitaja omakapitali hinna leidmisel on turu riskipreemia, mis näitab, kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Käesolevas töös kasutatakse selle leidmiseks Euroopa võlakirjade ajaloolist tootlust, mis Credit Suisse 2016.

aasta raporti järgi on 5,1%. Perioodiks on valitud 1966-2015 a, sest sellest jäävad välja mõlemad maailmasõjad, mis muudaksid oluliselt keskmise väärtuse madalamaks.

Viimane vajalik näitaja omakapitali hinna leidmiseks on süstemaatilise riski suhteline mõõt ehk beetakordaja. Käesolevas töös kasutatakse sellena Euroopa pankade beetat, mis Damodarani andmetel oli 05.01.2017 seisuga 1,01.

Järgnevas tabelis on välja toodud omakapitali hind ja selle leidmiseks vajalikud näitajad.

Tabel 15. AS LHV Groupi omakapitali hinna leidmine ja selle näitajad

| Näitaja | Väärtus |
|------------------------|---------|
| Riskivaba tulumäär (%) | 1,77 |
| Turu riskipreemia (%) | 5,10 |
| Beetakordaja | 1,01 |
| Omakapitali hind (%) | 6,93 |

Allikas: Autori arvutused

Terminaalväärtuse leidmisel lähtutakse valemist 6, kus kasvumäärana kasutatakse Eesti majanduse potentsiaalset pikaajalist kasvu, mis varasemalt oli 3% lähedal, kuid tootmisvahendite lisandumine oodatust väiksemas mahus on surunud selle 2,5%-st allapoole (Eesti Pank 2016). Käesolevas töös kasutatakse seega pikaajalise kasvumäärana optimistlikult 2,5%.

Kuna töös eeldatakse tuginedes Porteri ettevõtte elutsükli teooriale, et pärast kiiret kasvu saavutab ettevõtte küpsusperioodi, mil kasv aeglustub, siis eeldatakse, et pärast viie aastast perioodi ettevõtte tegevus stabiliseerub püsivale kasvule, mis ongi võrdne eelnevalt välja toodud Eesti pikaajalise majanduskasvuga.

Tuginedes eelnevatele andmetele kujuneb LHV Groupi rahavoogude terminaalväärtuseks aktsia kohta 8,87 eurot.

3.1.3. AS LHV Groupi õiglase väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust vastavalt tema tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusele võttes arvesse ka riskitaset. Selleks tuleb eelnevalt leitud rahavood ning terminaalväärtus, kasutades selleks omakapitali hinda, diskonteerida nüüdisväärtusesse, mis on välja toodud tabelis 16.

Tabel 16. AS LHV Groupi tuleviku rahavoogude diskonteeritud nüüdisväärtused aktsia kohta (eurodes)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Terminaalväärtus |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------------------|
| Tuleviku rahavood | 0,00 | 0,15 | 0,52 | 0,31 | 0,38 | 8,87 |
| Diskonteeritud rahavood | 0,00 | 0,15 | 0,49 | 0,27 | 0,31 | 7,25 |

Allikas: Autori arvutused

Kuna 2017. aastal makstakse LHV börsiteate kohaselt dividendid välja kevadel, mis on kõigest ligi neljandiku aasta pärast peale analüüsi läbiviimist, 2016. aasta lõppu, on tuleviku rahavoogusid hakatud diskonteerima alates 2018. aastast.

Ettevõtte aktsia õiglase väärtus on diskonteeritud rahavoogude summa, milleks kujuneb 8,48 eurot. LHV Groupi aktsia turuhind 31.12.2016 seisuga oli 9,74 eurot, millest tulenevalt on aktsia turuväärtus ligi 15% kõrgem oma õiglasest väärtusest ning on seetõttu 2016. aasta lõpu seisuga ülehinnatud.

Siinkohal tuleks aga arvestada ka äsja valitsuse poolt vastu võetud 14-protsendilise dividendide avansilise tulumaksuga krediidasutustelt, mille kohaselt maksavad krediidasutused ja nende Eesti filiaalid alates 2018. aastast eelmises kvartalis teenitud kasumilt tulumaksu avansilisi makseid määraga 14%. (Kuul 2017)

Kui rakendada nimetatud uut seadust lihtsustatud kujul iga-aastasele kasumile, lähtudes, et iga kvartal makstakse eelneva kvartali puhaskasumi pealt 14% tulumaksu, väheneks dividendideks väljamakstava kapitali maht kokku aastatel 2016-2020 ligi 8 miljonit eurot. Sealt tulenevalt väheneks ka iga-aastane dividendi väljamakse aktsia kohta, mille tulemusena aktsia õiglase väärtus langeks juba 6,79 euro peale, mille kohaselt LHV aktsia hind on juba ligi 43% ülehinnatud.

Kuna LHV aktsia esmane avalik pakkumine ehk IPO toimus 2016. aasta mais, võib aktsia kõrge turuhind tuleneda IPOga kaasnevast positiivsest informatsioonist ja kajastamisest (Corwin, Schultz 2005, 443). Näiteks J. R. Ritter on oma uuringus leidnud, et IPO-l pakutavate aktsiate ülehinnatus tuleneb sellest, et selliste aktsiate pikaajaline tootlus jääb enamasti alla turul samas sektoris tegutsevate ja sarnaste suurusega ettevõtete tootlusele (Ritter 1991, 3). Selle põhjuseks on investorite optimism IPO-de ajal, mida kasutatakse ära emitentide poolt müües aktsiaid kallimalt kui on nende õiglase väärtus (Goergen *et al* 2003, 17).

Järgnevalt viiakse läbi ettevõtte väärtuse sensitiivsusanalüüs, mille puhul vaadeldakse, kuidas muutub ettevõtte väärtus kasvumäära ning diskontomäära muutumisel, eeldades, et ülejäänud näitajad on samad, mis ettevõtte väärtuse leidmisel. Esmalt viiakse läbi sensitiivsusanalüüs eeldustel, et diskontomäär ja kasvumäär vähenevad 1 protsendipunktilise sammuga.

Tabel 17. AS LHV Groupi aktsia õiglase väärtuse sõltuvus pikaajalisest kasvumäärast ja diskontomäärast (eurodes)

| Diskontomäär | Kasvumäär | | | | |
|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | -1,5% | -0,5% | 0,5% | 1,5% | 2,5% |
| 2,93% | 6,57 | 8,23 | 11,26 | 18,52 | 59,54 |
| 3,93% | 5,56 | 6,62 | 8,30 | 11,36 | 18,69 |
| 4,93% | 4,87 | 5,61 | 6,68 | 8,37 | 11,46 |
| 5,93% | 4,37 | 4,91 | 5,65 | 6,73 | 8,44 |
| 6,93% | 3,98 | 4,40 | 4,95 | 5,70 | 6,79 |

Allikas: Autori arvutused

Eesolevast tabelist võib näha, et diskontomäära ja kasvumäära muutumisel on kõige madalamaks LHV aktsia õiglaseks hinnaks 3,98 eurot ning kõige kõrgemaks 59,54 eurot, mis on vastavalt DCF meetodile leitud väärtusest vastavalt 41% madalam ja ligi 9 korda kõrgem.

Tabelis on näha ka, kuidas liigub aktsia hind juhul, kui üks näitaja jääb samaks ning teine muutub. Seega näiteks, kui diskontomäär on ikka 6,93%, aga kasvumäär muutub, siis varieerub aktsia hind 3,98 eurost kuni 6,79 euron. Samal ajal aga, kui kasvumäär on sama, 2,5%, aga diskontomäär muutub, varieerub aktsia hind 6,79 eurost 59,54 euron, mis tähendab,

et aktsia õiglase väärtus on diskontomäära muutumise suhtes sensitiiivsem. Keskmise väärtus tabeli peale on 9,90 eurot, mis on ligi 46% kõrgem kui varasemalt leitud väärtus.

Järgnevas tabelis on välja toodud LHV aktsia hinna kõikumine juhul, kui kasvumäär ja diskontomäär suurenevad 1 protsendipunktilise sammuga.

Tabel 18. AS LHV Groupi aktsia õiglase väärtuse sõltuvus pikaajalisest kasvumäärast ja diskontomäärast (eurodes)

| Diskontomäär | Kasvumäär | | | | |
|--------------|-----------|-------|-------|------|------|
| | 6,5% | 5,5% | 4,5% | 3,5% | 2,5% |
| 10,93% | 7,01 | 5,88 | 5,10 | 4,53 | 4,10 |
| 9,93% | 8,73 | 6,96 | 5,84 | 5,06 | 4,50 |
| 8,93% | 11,86 | 8,66 | 6,90 | 5,79 | 5,03 |
| 7,93% | 19,37 | 11,76 | 8,59 | 6,84 | 5,74 |
| 6,93% | 61,82 | 19,20 | 11,66 | 8,51 | 6,79 |

Allikas: Autori arvutused

Kui diskontomäär ja kasvumäär kasvavad vastavalt 1 protsendipunkti kaupa, on kõige madalamaks LHV aktsia väärtuseks 4,10 eurot ning kõige kõrgemaks 61,82 eurot. Siin on tabeli keskmiseks väärtuseks 10,25 eurot, mis on 51% kõrgem kui diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud väärtus baasnäitajatega.

Siin, kui diskontomäär jääb muutumatuks, kuid kasvumäär suureneb, varieerub aktsia hind 6,79 eurost 61,82 euroni ning diskontomäära muutudes 4,10 eurost 6,79 euroni. Seega, mida kõrgem on diskontomäär, seda madalam on aktsia väärtus ning mida kõrgem on kasvumäär, seda kõrgem on aktsia väärtus.

Eelnevad arvutused viitavad kokkuvõttes seega sellele, et diskonteeritud rahavoogude meetodi abil aktsia õiglase väärtuse hindamine on sisendite suhtes küllaltki sensitiiivne, mistõttu on meetodi tulemused ka suurel määral subjektiivsed.

3.2. Kontserni väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Hinnates ettevõtte väärtust võrreldavate suhtarvude meetodi abil tuleb võrrelda hinnatavat ettevõtet teiste, sarnaste ettevõtetega. Selleks, et ettevõtted oleksid omavahel võrreldavad, peaksid need olema samast sektorist, sarnase põhitegevuse ja regulatsioonidega ning ka sarnase suurusega. Tulenevalt eelnevast on meetodi esimeses etapis võrdlusgrupi ettevõteteks sarnaselt AS LHV Groupiga valitud järgmised börsil noteeritud Põhjamaade ja Baltikumi pangad: SEB, Swedbank, Nordea Bank, DNB ja Šiaulių Bankas. Kõik nimetatud ettevõtted, kaasa arvatud AS LHV Group sisaldavad lisaks pangale ka *finance*'i ja varahalduse osa.

Võrreldavate suhtarvude meetodi teises etapis tuleks konverteerida nimetatud ettevõtete varade turuväärtus standardiseeritud väärtuseks ehk määrata kindlaks suhtarvud, mille abil ettevõtted oleksid omavahel võrreldavad. Vastavalt peatükis 1.2 välja toodud arutlustele, on nendeks suhtarvudeks P/B - aktsia turuhinna ja bilansilise väärtuse suhe, P/E - aktsia hinna ja kasumi suhe ning PEG - suhtarv, mis kaasab endas P/E ja kasumi kasvukiiruse elemendid.

Tabelis 19 on autor välja toonud LHV Groupi ja võrreldavate ettevõtete eelnimetatud suhtarvud seisuga 31.12.2016, mis on välja arvatud valemite 1, 2 ja 3 põhjal kasutades ettevõtete 2016. aasta konsolideeritud aastaaruannetes esitatud andmeid.

Tabel 19. AS LHV Groupi ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud seisuga 31.12.2016

| Panga nimi | P/B | P/E | PEG |
|----------------------------------|------|-------|-------|
| SEB | 1,47 | 19,6 | -8,79 |
| Swedbank | 1,89 | 12,5 | 0,96 |
| Nordea Bank | 1,32 | 11,4 | 1,54 |
| DNB | 0,45 | 11,2 | 1,49 |
| Šiaulių Bankas | 0,94 | 4,06 | 0,07 |
| Võrreldavate ettevõtete keskmine | 1,21 | 11,75 | -0,95 |
| Pangandussektori keskmine | 2,21 | 19,35 | 1,77 |

Allikas: Autori arvutused

Eesolevas tabelis on võrdlusgrupi suhtarvu PEG arvutamisel kasutatud finantsuudiste vahendaja Reutersi koduleheküljel välja toodud vastavate ettevõtete viimase viie aasta keskmist EPS näitajat ehk kasumi kasvu aktsia kohta.

Suhtarvude P/B ja P/E arvutamisel on kasutatud ettevõtete aktsiate turuhinda seisuga 31.12.2016. Hinna ja bilansilise väärtuse suhtarvu leidmiseks on autor 2016. aastaaruannete põhjal välja arvutanud ettevõtete omakapitali aktsia kohta ning hinna ja kasumi suhtarvu leidmiseks kasumi aktsia kohta.

Tabelis 19 on välja toodud nii suhtarvude keskmine võrdlusgrupis kui ka pangandussektoris. Küll aga kasutatakse õiglase väärtuse leidmisel võrdlusgrupi keskmisi näitajaid, sest pangandussektori keskmisesse on sisse arvatud kõik finantsasutused, kaasa arvatud pangad, mis ei ole ei börsil noteeritud ega ka Põhjamaades tegutsevad. Nimetatud asjaolude tõttu ei annaks LHV Groupi näitajate võrdlemine pangandussektori keskmistega leitava väärtuse puhul adekvaatset hinnangut.

Võrreldes omavahel LHV Groupi näitajaid ning võrdlusgrupi keskmiseid näitajaid võrreldakse omavahel andmeid, mis toerias peaksid olema sarnased, sest tegemist on vaid Põhjamaades tegutsevate finantsalaste börsiettevõtetega.

Eelolevas tabelis võib näha ka teatud anomaaliaid, mis esinevad vastavalt võrdlusgrupi P/E suhtarvu ning PEG suhtarvu keskmistes. Nimetatud näitajad on moonutatud tulenevalt sellest, et Šiaulių panga kasum on varasemate aastate jooksul kasvanud mõõdukalt, kuid viimase kahe aasta jooksul on see hüppeliselt tõusnud. Sealt tulenevalt on Šiaulių suhtarv P/E ja PEG ka oluliselt madalamad kui teiste ettevõtete puhul. Võrdlusgrupi PEG suhtarvu keskmine on negatiivne seetõttu, et SEB kasumi kasv on aastate jooksul langenud. Vältimaks ebareaalset tulemust, jäetakse Šiaulių suhtarv P/E ja PEG ning SEB suhtarv PEG võrdlusgrupi keskmisest välja.

Järgnevas tabelis on välja toodud AS LHV Groupi suhtarvud ning nende leidmiseks vajalikud näitajad. LHV Groupi puhul on leitud suhtarv PEG erinevalt võrreldavatest ettevõtetest viimase viie aasta keskmise kasumi kasvu asemel viimase nelja aasta abil, sest varasemalt oli LHV Group kahjumis.

Tabel 20. AS LHV Group suhtarvud ning nende arvutamiseks kasutatud andmed (eurodes)

| | |
|--|-------|
| Aksia hind seisuga 31.12.2016 | 9,74 |
| Omakapitali väärtus aktsia kohta | 4,25 |
| P/B suhtarv | 2,29 |
| Kasum aktsia kohta | 0,72 |
| P/E suhtarv | 13,53 |
| Kasumi keskmine kasv aktsia kohta aastatel 2013-2016 (%) | 48,73 |
| PEG suhtarv | 0,28 |

Allikas: Autori arvutused

Võrreldes tabelis 20 välja toodud LHV Groupi suhtarve tabelis 19 esitatud võrdlusgrupi vastavate keskmiste näitajatega leitakse käesolevas töös LHV Groupi aktsia keskmine õiglase väärtus. Selleks on autor kasutanud võrdlusgrupi keskmist.

LHV Groupi suhtarv P/B on 2,29 ning võrdlusgrupi vastav keskmine näitaja 1,21. Sealt tulenevalt on LHV Groupi vastav suhtarv ligi 89% kõrgem kui võrdlusgrupi keskmine. Kuna LHV aktsia puhul on tegemist aga kasvuaktsiaga, mistõttu investorid on kasumi kiire kasvu eest valmis maksma ka kõrgemat hinda, on P/B suhtarvu kõrgem väärtus seletatav. Nimetatud suhtarvu järgi leitud aktsia õiglase hind on aga 5 eurot, mis on ligi 49% madalam kui aktsia turuhind ning 19% madalam kui diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud väärtus.

Samal ajal, kui jätta võrdlusgrupi P/E suhtarvu keskmise leidmisel välja Šiaulių panga vastav suhtarv, on LHV Groupi vastav näitaja võrdlusgrupi keskmisega peaaegu võrdne. Aktsia hinna ja kasumi suhtarvu järgi on aktsia õiglase hind 9,85 eurot, mis on peaaegu võrdne aktsia turuväärtusega, kuid 59% kõrgem kui diskonteeritud rahavoogude abil leitud aktsia väärtus.

Kuna LHV puhul on tegemist kasvuettevõttega, tuleks võrrelda omavahel ka LHV Groupi ja võrdlusgrupi keskmist PEG suhtarvu, mis hõlmab endas ka aktsia kasumi kasvu. Võrreldavate ettevõtete keskmise puhul on selleks väärtuseks 1,33 – jättes välja SEB negatiivne ning Šiaulių ebamõistlikult väike PEG suhtarv – ning LHV Groupi puhul 0,28. Tulenevalt sellest järeldub, et LHV aktsia hind on ligi 79% alahinnatud. Siinkohal mängib olulist rolli asjaolu, et LHV PEG suhtarvu leidmisel kasutati võrdlusgrupi viie aasta kasumi kasvu asemel nelja aasta kasvu ning ka asjaolu, et LHV aktsia puhul on tegemist kiire kasvuga aktsiaga. Vastavalt võrdlusgrupi keskmisele PEG suhtarvule on aktsia õiglaseks väärtuseks 64,77 eurot, mis on

autori hinnangul ebamõistlikult kõrge ning eksitav, mistõttu ei ole käesolevas töös seda õiglase väärtuse leidmisel arvesse võetud. Küll aga kinnitab leitud hind eelnevalt välja toodud asjaolu, et investorid on valmis LHV aktsia puhul kiire kasvu eest maksma ka kõrgemat hinda.

Kasutades võrdlussuhtarvude meetodi abil õiglase väärtuse leidmisel P/B ja P/E suhtarve, kujuneb LHV aktsia keskmiseks õiglaseks väärtuseks 7,43 eurot, mis on võrreldes diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud õiglase väärtusega 20% kõrgem.

3.3. Hinnang saadud tulemustele

AS LHV Groupi väärtust hinnati diskonteeritud rahavoogude ja võrdlussuhtarvudel põhineva meetodi abil. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul prognoositi ettevõtte tuleviku rahavoogusid, mis antud juhul olid väljamakstavad dividendid, leiti omakapitali hind ning terminaalkväärtus. Nimetatud meetodi puhul on rahavoogude prognoosimine suhteliselt subjektiivne, mistõttu on oluline ettevõtte väärtust hinnates analüüsida põhjalikult nimetatud rahavoogusid mõjutavaid tegureid.

Käesolevas töös eeldati rahavoogude prognoosimisel, et ettevõtte omakapitalitootlus püsib aastani 2018 tasemel 20% ning pärast seda langeb 15%-ni. Samuti eeldati, et dividenditootlus kasvab koos maksueelse kasumiga vastavalt regulatiivsetele normatiividele ning et ettevõtte tegevus stabiliseerub pärast aastat 2020, alates millest kasutati rahavoogude hindamisel terminaalkväärtust.

DCF meetodit kasutades saadi algselt AS LHV Groupi õiglaseks väärtuseks aktsia kohta 8,48 eurot, mille tulemusena on LHV Groupi turuhind 31.12.2016 seisuga 15% ülehinnatud. 2018. aastast alates peavad aga kõik krediitiasutused ja nende Eesti filiaalid hakkama maksma eelmises kvartalis teenitud kasumilt tulumaksu avansilisi makseid määraga 14%. Sealt tulenevalt väheneb kokkuvõttes prognoosiperioodi vaba kapitali maht, mistõttu vähenevad ka iga-aastased väljamaksed dividendidena aktsia kohta. Seega aktsia õiglase väärtus langeb 6,79 euro peale, mille kohaselt LHV aktsia hind on juba 43% ülehinnatud. Seega olenemata sellest, kas uus nõue 2018. aastal rakenduks või mitte, oleks LHV aktsia turuhind seisuga 31.12.2016 ülehinnatud.

Kuna nimetatud meetod on sisendite suhtes väga sensitiivne, viidi kasvumäära ja diskontomäära suhtes läbi sensitiivsusanalüüs. Selle tulemusena leiti kuivõrd erineb ettevõtte väärtus aktsia kohta, kui muutuvad eelnimetatud sisendid. Esmalt vähendati nimetatud

näitajaid 1 protsendipunktilise sammuga, mille tulemusena varieerus aktsia õiglase hind 3,98 eurost kuni 59,54 euron.

Seejärel suurendati vastavaid näitajaid 1 protsendipunktilise sammuga, mille tulemusena aktsia hind kõikus 4,10 euro ja 61,82 euro vahel. Kuna nii näitajate vähenemisel kui ka suurenemisel on kõikumised üsna suured, võib järeldada, et diskonteeritud rahavoogude meetodil autori leitud aktsia õiglase väärtus – 6,79 eurot – on sisendite suhtes väga sensitiivne.

Hinnates ettevõtte väärtust võrreldavate suhtarvude meetodiga leiti ettevõtte õiglase väärtus tuginedes võrreldavate ettevõtete keskmisele. Suhtarvudena kasutati käesolevas töös aktsia hinna ja kasumi suhet, aktsia hinna ja bilansilise väärtuse suhet ning aktsia hinna ja kasumi kasvu suhet. Kuna viimase suhtarvu järgi kujunes ettevõtte aktsia õiglaseks väärtuseks 64,77 eurot, mis autori hinnangul on ebamõistlikult kõrge ning ka eksitav, jäeti ettevõtte väärtuse leidmisel nimetatud suhtarv välja. Küll aga tuleks arvestada suhtarvu mõju aktsia väärtusele, sest see väljendab investorite huvi maksta kiire kasvuga aktsia eest kõrgemat hinda.

Tabelis 21 on välja toodud AS LHV Groupi aktsia õiglased väärtused, mis on leitud *DCF* ning võrdlussuhtarvudel põhineval meetodil.

Tabel 21. AS LHV Groupi õiglased väärtused aktsia kohta *DCF* ning võrdlussuhtarvudel põhineval meetodil (eurodes)

| | Aktsia õiglase väärtus | Aktsia turuväärtus seisuga 31.12.2016 | Erinevus |
|---|------------------------|---------------------------------------|----------|
| Diskonteeritud rahavoogude meetod (<i>DCF</i>) | 6,79 | 9,74 | 43% |
| Hinna ja bilansilise väärtuse suhe (<i>P/B</i>) | 5,00 | | 95% |
| Hinna ja kasumi suhe (<i>P/E</i>) | 9,85 | | -1 % |
| Võrreldavate suhtarvude keskmine | 7,43 | | 31% |

Allikas: Autori arvutused

Võrdlussuhtarvude meetodit on käesolevas töös kasutatud diskonteeritud rahavoogude meetodi täiendamiseks ja kontrollimiseks. Vastava meetodi puhul on aktsia kõrgeim väärtus, hinna ja kasumi suhte järgi, 9,85 eurot ning madalaim, hinna ja bilansilise väärtuse suhte järgi, 5 eurot. Kahe eelneva keskmisena kujuneb ettevõtte õiglaseks väärtuseks võrdlussuhtarvude järgi 7,43 eurot. Selle järgi on ettevõtte turuhind 2016. aasta lõpu seisuga ligi 31% ülehinnatud.

Kahe erineva meetodi vaheline erinevus on umbes 9%, kus võrreldavate suhtarvude meetodil leitud väärtus on kõrgem.

Kokkuvõtlikult kujuneb kahe erineva meetodiga hinnatud LHV aktsia õiglase väärtuse keskmiseks 7,11 eurot, millest tulenevalt on aktsia turuhind 2016. aasta lõpuga 37% ülehinnatud. Nagu ka eelnevalt välja toodud, võib selline tulemus olla tingitud asjaolust, et LHV aktsia esmane avalik pakkumine toimus alles hiljuti, 23.05.2016, mistõttu aktsia kõrge hind võib tuleneda IPO-ga kaasnevast positiivsest tähelepanust ja huvist.

KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalaureuse töös uuriti börsiettevõtte erinevaid õiglase väärtuse hindamise meetodeid, kus keskenduti peamiselt diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodile. Nimetatud meetodite abil hinnati AS LHV Groupi õiglast väärtust ning võrreldi seda aktsia 2016. aasta lõpu turuhinnaga. Töö eesmärgiks oli selgitada välja, kas LHV Groupi aktsia turuhind kajastab õiglaselt ettevõtte fundamentaalset väärtust või mitte.

Selle saavutamiseks anti töö esimeses osas ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise eesmärkidest ning selleks kasutatavatest meetoditest: võrreldavate suhtarvude meetod ja diskonteeritud rahavoogude meetod. Töö teises osas anti ülevaade uurimisobjekti – AS LHV Groupi – tegevusest ja olemusest ning finants- ja turunäitajatest ning viimases osas viidi läbi ettevõtte väärtuse hindamine kasutades selleks eelnevalt kirjeldatud meetodeid.

Töö eesmärki püstitades esitati ka põhilised uurimisküsimused, milleks olid:

- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kas ja kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
- Mis on AS LHV Groupi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude ja diskonteeritud rahavoogude meetodi abil leitud tulemuste keskmisena ja kas see erineb oluliselt LHV Groupi turuväärtusest?

Et leida vastused eelnevalt püstitatud küsimustele, hinnati esmalt AS LHV Groupi õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil, mille puhul hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust vastavalt tema tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusele võttes arvesse ka riskitaset.

Kuna antud töös on hinnatava ettevõtte puhul tegemist pangaga, on ka nimetatud meetodi rakendamine oluliselt komplitseeritum – seda eelkõige seetõttu, et panga puhul on väga keeruline hinnata ettevõtte või omanike vabasid rahavoogusid, mille puhul on oluline hinnata käibekapitali muutust ning töökapitali, mida aga finantsettevõtte puhul on probleemne teha, sest enamasti investeeritakse immateriaalsetesse varadesse nagu bränd ja inimkapital.

Eelnevale tuginedes on finantssektori analüütikud välja pakkunud alternatiivina vabadele rahavoogudele dividendid, mis on tihtipeale ainukesed mõõdetavad rahavood, mida on pankade puhul võimalik jälgida ning prognoosida. Sarnaselt on läbi viidud ka näiteks

Aswath Damodarani poolt globaalse panga – Citigroupi – õiglase väärtuse hindamine 2009. aastal.

Ka kasutades rahavoogudena dividende tuleks esmalt teha kindlaks, kas rahavoogusid diskonteerida nüüdisväärtusesse vastavalt kapitali kaalutud keskmisele hinnale või omakapitali hinnale. Kuna pankade puhul on mõistlikum hinnata otse omakapitali kui kohustusi, kasutatakse käesolevas töös diskontomäärana viimast.

Rahavoogude prognoosimisel lähtuti Eesti krediidasutustele rakendatavatest regulatiividest ning ka LHV Groupi sisemistest kapitalinõuetest, kus eeldati, et regulatiivsetest ja sisemistest normatiividest ülejääv kapital makstakse tulevikus täielikult välja dividendides.

Kuna AS LHV Groupil on kaks tütarettevõtet, LHV Pank ja LHV Varahaldus, siis käsitleti rahavoogude prognoosimisel mõlemaid ettevõtteid eraldi. Seda eelkõige seetõttu, et regulatiivsed normatiivid pangale ning fondivalitsejale on erinevad.

Kuna LHV Pank on kiirelt kasvav ettevõtte, ei maksa ta selle jätkamiseks LHV analüütikute eelduste kohaselt vaba kapitali emaettevõttele välja enne, kui riskikaaluga varade ehk laenude mahu kasv on väiksem kui omakapitali tootlus. Eeldusel, et pikaajaline 20%-ne ROE ei ole jätkusuutlik ning et alates 2019. aastast langeb ROE parimal juhul 15%-ni, hakkab LHV Pank vaba kapitali välja maksma alates 2019. aasta omakapitali arvelt. Seda eeldusel, et peale regulatiivsete ja sisemiste normide muud nõudeid panga kapitalile ei ole.

LHV Varahalduse puhul eeldatakse, et kõik vaba kapital alates 2017. aastast makstakse LHV Groupile välja, et see jõuaks omakorda dividendidena aktsionärideni. Kuna lisaks regulatiivsetele ja sisemistele normatiividele hakkab alates 2018. aastast kõikidele Eesti krediidasutustele ja nende Eesti filiaalidele kehtima nõue, mille kohaselt tuleb maksta eelmises kvartalis teenitud kasumilt tulumaksu avansilisi makseid määraga 14%, väheneb ka LHV Groupi vaba kapitali maht, mis oleks muidu makstud välja dividendidena.

Selle tulemusena saab LHV Pank hakata dividende välja maksma alles pärast prognoosiperioodi, milleks on 2016-2020 aasta ning LHV Varahalduse vaba kapital väheneb samuti. Seega kui ilma rakenduva nõudeta oleks LHV Groupi aktsia õiglaseks väärtuseks diskonteeritud rahavoogude meetodil kujunenud 8,48 eurot, siis nimetatud nõude rakendumisel on selleks 6,79 eurot.

Järgnevalt hinnati ettevõtte väärtust võrreldavate suhtarvude meetodil, mille puhul hinnatakse ettevõtte aktsiate turuväärtust ning võrreldakse seda teiste, sarnaste ettevõtetega,

milleks käesolevas töös on sarnaselt LHV Groupile valitud viis Põhjamaades tegutsevat börsil noteeritud krediitiasutust: SEB, Swedbank, Nordea Bank, DNB ja Šiaulių Bankas.

Aksia õiglase väärtuse hindamisel nimetatud meetodi abil tuli esmalt leida võrreldavad ettevõtted, mida on turul hinnatud ning seejärel konverteerida nende ettevõtete varade turuväärtus standardiseeritud väärtuseks ehk määrata kindlaks suhtarvud, mille abil ettevõtteid omavahel võrrelda. Lähtudes hinnatava ettevõtte tegevusest ning sektorist valiti nendeks suhtarvudeks P/B – aktsia turuhinna ja bilansilise väärtuse suhe, P/E – aktsia turuhinna ja kasumi suhe ning PEG – aktsia turuhinna ja kasumi kasvu suhe. Nimetatud suhtarvud leiti 2016. aasta lõpu seisuga ettevõtete majandusaasta aruannetes esitatavate andmete põhjal ning finantsuudiste vahendaja Reutersi vahendusel.

Meetodi viimases etapis tuli võrrelda hinnatava ja sarnaste ettevõtete suhtarve omavahel selgitamiseks välja, kas hinnatav vara on üle- või alahinnatud. Selle tulemusena oli LHV Groupi aktsia hind teiste ettevõtetega võrreldes P/B suhtarvu järgi 89% ülehinnatud, P/E suhtarvu järgi võrdlusgrupiga peaaegu samal tasemel ning PEG suhtarvu järgi oluliselt kõrgemal tasemel kui võrdlusgrupi ettevõtted.

Viimase etapina leiti ettevõtte õiglase väärtus võrdlusgrupi keskmise alusel, mille tulemusena kujunes LHV Groupi aktsia õiglaseks hinnaks P/B suhtarvu järgi 5 eurot, P/E suhtarvu järgi 9,85 eurot ning PEG suhtarvu järgi 64,77 eurot. Kuna viimane on autori hinnangul ebamõistlikult kõrge ning seetõttu ka eksitav, ei ole käesolevas töös seda aktsia õiglase väärtuse leidmisel arvesse võetud. Küll aga kinnitab leitud väärtus asjaolu, et investorid on valmis LHV aktsia puhul kiire kasvu eest maksma ka kõrgemat hinda.

Kasutades aga õiglase väärtuse leidmisel võrreldavate suhtarvude meetodi abil P/B ja P/E suhtarvu, kujuneb LHV aktsia õiglaseks väärtuseks keskmiselt 7,43 eurot, mis on 9% kõrgem kui diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud väärtus ning 24% madalam kui aktsia turuhind seisuga 31.12.2016.

Kahe läbi viidud meetodi tulemusena kujuneb LHV aktsia õiglase väärtuseks keskmiselt 7,11 eurot, millest tulenevalt on AS LHV Groupi aktsia turuhind 2016. aasta lõpu seisuga 37% ülehinnatud.

Autori hinnangul saavutas käesolev bakalaureuse töö oma eesmärgi, selgitades välja, et LHV Groupi turuhind 2016. aasta lõpu seisuga on ülehinnatud, mis tähendab, et see ei kajasta õiglaselt ettevõtte fundamentaalset väärtust. Üks võimalikest põhjustest, miks LHV aktsia turuhind on ülehinnatud, võib olla sarnaselt mitmete uuringute – Corwin ja Schultz 2005, Ritter

1991 ning ka Goergen, Khurshed, McCahery ja Renneboog 2003 – tulemustele tuginev eeldus, mille kohaselt IPO aktsiate turuhinna tõus algusaastatel enamasti ületab turuindeksi tootlust, kuid keskpikal perioodil jääb sellele siiski alla.

VIIDATUD ALLIKAD

- AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2012. (2012). AS LHV Group.
- AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2013. (2013). AS LHV Group.
- AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2014. (2014). AS LHV Group.
- AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2015. (2015). AS LHV Group.
- AS LHV Group konsolideeritud aastaaruanne 2016. (2016). AS LHV Group.
- AS LHV Varahaldus majandusaasta aruanne 2016. (2016). AS LHV Varahaldus.
- Balti indeksid. Nasdaq OMX Baltic.
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=charts&lang=et> (27.02.2017)
- Corwin, S.A., Schultz, P. (2005) The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition. - *The Journal of Finance*, no. 60 (1), pp. 443–486.
- Country default spread and risk premiums. Damodaran Online.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (25.02.2017)
- Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016. (2016). Credit Suisse.
- Damodaran, A. (2001). Corporate finance: theory and practice. 2nd ed. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2002). Valuing Financial Service Firms.
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (05.01.2017)
- Damodaran, A. (2006). Intrinsic Valuation in a Relative Valuation World.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/relvalFMA.pdf> (25.01.2017)
- Damodaran, A. (2006a). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. - *Stern School of Business*. Vol. 1. Boston: Now Publisher Inc., pp. 1-77.
- Damodaran, A. (2009). Valuing Financial Service Firms.
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (10.02.2017)
- Damodaran, A. (2011). The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Eesti pank. (2015). Rahapoolitika ja majandus. Prognosis aastateks 2015-2017.
https://www.eestipank.ee/sites/eestipank.ee/files/publication/et/RPU/2015/rpm_2015_1_est_prognosis_v2.pdf (10.03.2017)
- Eesti Pank. (2016). Rahapoolitika ja majandus. Eesti majanduse kasvuvõime on aeglustunud.
<https://www.eestipank.ee/press/prognosis-eesti-majanduse-kasvuvoime-aeglustunud-13122016> (10.03.2017)
- Estonia – Credit Rating. Tradingeconomics.
<http://www.tradingeconomics.com/estonia/rating> (22.02.2017)
- Fernandez, P. (2015). Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their Conclusions? IESE Business School, University of Navarra research paper, pp. 12.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274972
- Goergen, M., Khurshed, A., McCahey, J. A., Renneboog, L. (2003). The Rise and Fall of the European New Markets: On the Short and Long-Run Performance of High-Tech Initial Public Offerings. European Corporate Governance Institute (ECGI) working paper no. 27, pp. 38.
http://ssrn.com/abstract_id=443861
- Investeeringifondide seadus. Vastu võetud Riigikogus 14. detsembril 2016. a – RT I, 31.12.2016, 3.
- Kert, E. (2007). Investeeringu teejuht: Väärtipaberite fundamentaalne analüüs. Tallinn: AS Äripäev.
- Keskised tootlused. LHV koduleht.
<https://www.lhv.ee/et/pension/keskised-tootlused> (25.03.2017)
- Konkurentsiamet. (2016). Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Eesti Konkurentsiamet. 18 lk. (Juhend)
- Kuul, M. (2017). Valitsus leppis kokku pankade dividendide avansilise tulumaksu kehtestamise.
<http://www.err.ee/590864/valitsus-leppis-kokku-pankade-dividendide-avansilise-tulumaksu-kehtestamise> (17.04.2017)
- Levin, J. (2000). Terminal Value Techniques in Equity Valuation - Implications of the Steady State Assumption. SSE/EFI working paper series in business administration no. 2000:7, pp. 26.
http://cosmic.rz.uni-hamburg.de/webcat/hwwa/edok00/swoba/hastba2000_007.pdf
- LHV Group ajalugu. Nasdaq OMX Baltic.
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100073644&list=2&pg=details&tab=historical> (25.02.2017)

- LHV Group väärtpaber. Nasdaq OMX Baltic.
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100073644&list=2&pg=details&tab=security> (27.02.2017)
- Liivamägi, K. (2015). Varade hindamise protsess ja makromajanduse mõju hindamisele. (Õppematerjal)
- Long-term interest rates. OECD.
<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm> (05.03.2017)
- Raamatupidamise Toimkonna juhend nr 3. Vastu võetud Raamatupidamise Toimkonnas 10. mail 2005. a – Raamatupidamise toimikond, 2005, 66, 952.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. - *The Journal of Finance*, no. 46 (1), pp. 3-27.
- Rum, P. (2016). Subscription Results of AS LHV Group IPO
<https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=712179&messageId=961831> (20.02.2017)
- Rum, P. (2017). AS-i LHV Group tütarettevõtja AS-i LHV Varahaldus dividendimakse.
<https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=766032&messageId=961831> (20.03.2017)
- Rääsk, V. (2016). Eesti finantssektorit ohustavad riskid on lähiajal väikesed.
<http://www.eestipank.ee/press/eesti-finantssektorit-ohustavad-riskid-lahiajal-vaikesed-26102016> (25.03.2017)
- Salurand, S. (2014). Hansab Group väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil. Tallinna Tehnikaülikooli Rahanduse ja majandusteooria instituut. 56 lk. (Bakalaureusetöö)
- Sander, P. (2014). Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Eesti Konkurentsiamet. 22 lk. (Lõppraport)
- Schreiner, A., Spremann, K., Berndt, T. (2007). Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation. Dissertation of the University of St. Gallen, pp. 169.
[http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3313/\\$FILE/dis3313.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3313/$FILE/dis3313.pdf)
- Sester, S. (2017). Rahandusministeeriumi kevadine majandusprognos 2017.
<http://www.fin.ee/majandusprognosid> (27.03.2017)
- Sikk, R. (2012). Aastaruande koostamine ja analüüs.
https://www.google.ee/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwivhMPfi_DTAhXDDywKHezJB4sQFgghMAA&url=http%3A%2F%2Fmaterjalid.tmk.edu.ee%2Ffrita_sikk%2FMajandusarvestuse%2520alused%2520I%2520Tur%2F6.%2520Majandusaastaa_aruanne_ja_ana%5B1%5D.ppt&usq=AFQj

CNF3brqE36ePF7Zc4EHE96IQvNiMnw&sig2=_yB9YOrtjLFRB9Z82u9veQ
(27.02.2017)

Skardziukas, D. (2010). Practical Approach to estimating cost of capital. Munich Personal RePEe Archive paper no. 31325, pp. 75.

https://mpra.ub.uni-muenchen.de/31325/1/MPRA_paper_31325.pdf

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

Zirnask, V. (2008). Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga. Tallinn: AS Äripäev.

Total Beta. (2017). Damodaran Online.

http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html (10.03.2017)

Udras, U. (2006). Finantsanalüüs hoiab laeva kursil.

<http://www.raamatupidaja.ee/uudised/2006/03/23/finantsanaluus-hoiab-laeva-kursil>
(06.03.2017)

Valuation. Investopedia.

<http://www.investopedia.com/terms/v/valuation.asp> (20.01.2017)

SUMMARY

VALUATION OF AS LHV GROUP

Kristin Kõva

Company's value continues to be an important subject for everyone from investors to the owners of the company. Since investors are always interested in how valuable their investments are and what is the expected return of their investment, it is important to know how to value the assets you have invested in.

In order to get a precise and trustable value of your asset there are different valuation methods to use, such as discounted cash flow model, intrinsic valuation and also balance sheet-based methods. The valuation method is being chosen depending on the nature of the business, the available time you have for valuation and also the purpose of the valuation.

One of the most used methods by analysts are intrinsic valuation, also known as relative valuation and discounted cash flow method, also known as DCF method. Since intrinsic valuation is not very time consuming and is quite simple, it is common to use this as an additional method for some other method which is more detailed and precise, such as discounted cash flow model. This is what the author of this paper has also done.

The aim of this work is to find out if the market value of AS LHV Group equals its fair value or not. In order to achieve this thesis's aim the author has set following questions:

- What is the fair value of AS LHV Group using discounted cash flow model?
- What is the fair value of AS LHV Group using intrinsic valuation?
- How much do both methods' results differ from each other?
- What is the average fair value of AS LHV Group using both, discounted cash flow model and intrinsic valuation and does the result equal with the firm's market value?

In order to answer these questions the author has valued AS LHV Group using both, discounted cash flow model where the value of the company is the present value of expected cash flows using discount rate and intrinsic valuation where the market value of AS LHV Group is being compared to other similar assets' values using multiples.

When using discounted cash flow method the expected cash flows used are usually free cash flow to firm or free cash flow to equity. Since valuing a bank means that you can not estimate the net capital expenditures or non-cash working capital, it is not possible to use the free cashflow to equity. This is why the alternative is to use dividends as cash flows to equity and assume that the firm over time pays out their free cash flows to equity as dividends.

When deciding whether to use the weighted average cost of capital or the cost of equity as the discount rate it comes to the nature of the business. Since estimating cash flows prior to debt payments or a weighted average cost of capital is problematic when debt and debt payments cannot be easily indentified, which is the case with financial firms, it is preferable to value equity directly by using cost of equity as the discount rate.

When using intrinsic valuation you need to determine suitable multiples for the company being valued and also suitable similar companies to compare with the firm being valued. Keeping that in mind the author has chosen five quoted Nordic banks to compare with LHV: SEB, Swedbank, Nordea Bank, DNB, Šiaulių Bankas. The multiples being used in relative valuation are P/B, P/E and PEG.

The thesis consists of three main chapters, first of which gives an overview of the purposes and reason of valuing a company and also of the methods used to value companies focusing mainly on discounted cash flow model and intrinsic valuation.

The second chapter focuses on the subject of this thesis – AS LHV Group – and gives an overview of the company's nature of business and also the indicators of finance and market situation. In the last chapter the valuation of AS HV Group is being carried out using discounted cash flow model and intrinsic valuation.

Valuing AS LHV Group with discounted cash flow model the fair value of the company as a result is 6,79 euros and doing that with relative valuation, 7,43 euros. Therefore, the difference between two different methods is approximately 9%.

Further, the average fair value when using both methods is 7,11 euros which means that the market value of LHV share as of 31.12.2016 is 37% overvalued comparing to it's fair value.

LISAD

Lisa 1. LHV Groupi aktsia turuhind vahemikus 01.06.2016-30.12.2016

| | Keskmine | Avamishind | Kõrgeim | Madalaim | Sulg. | Viim. |
|------------|----------|------------|---------|----------|-------|-------|
| 1.06.2016 | 7,57 | 7,93 | 7,93 | 7,40 | 7,85 | 7,51 |
| 2.06.2016 | 7,55 | 7,51 | 7,66 | 7,46 | 7,51 | 7,46 |
| 3.06.2016 | 7,47 | 7,59 | 7,59 | 7,40 | 7,46 | 7,45 |
| 6.06.2016 | 7,37 | 7,47 | 7,47 | 7,30 | 7,45 | 7,35 |
| 7.06.2016 | 7,35 | 7,35 | 7,40 | 7,31 | 7,35 | 7,34 |
| 8.06.2016 | 7,44 | 7,45 | 7,45 | 7,40 | 7,34 | 7,40 |
| 9.06.2016 | 7,42 | 7,45 | 7,45 | 7,40 | 7,40 | 7,40 |
| 10.06.2016 | 7,42 | 7,40 | 7,48 | 7,39 | 7,40 | 7,39 |
| 13.06.2016 | 7,35 | 7,44 | 7,44 | 7,30 | 7,39 | 7,40 |
| 14.06.2016 | 7,34 | 7,35 | 7,36 | 7,30 | 7,40 | 7,30 |
| 15.06.2016 | 7,21 | 7,30 | 7,30 | 7,16 | 7,30 | 7,22 |
| 16.06.2016 | 7,25 | 7,20 | 7,30 | 7,20 | 7,22 | 7,25 |
| 17.06.2016 | 7,22 | 7,22 | 7,29 | 7,20 | 7,25 | 7,21 |
| 20.06.2016 | 7,21 | 7,20 | 7,27 | 7,16 | 7,21 | 7,26 |
| 21.06.2016 | 7,26 | 7,30 | 7,30 | 7,24 | 7,26 | 7,26 |
| 22.06.2016 | 7,22 | 7,27 | 7,27 | 7,19 | 7,26 | 7,25 |
| 23.06.2016 | 0,00 | 7,25 | 0,00 | 0,00 | 7,25 | 7,25 |
| 27.06.2016 | 7,15 | 7,14 | 7,18 | 7,11 | 7,25 | 7,15 |
| 28.06.2016 | 7,20 | 7,15 | 7,30 | 7,15 | 7,15 | 7,25 |
| 29.06.2016 | 7,21 | 7,24 | 7,28 | 7,18 | 7,25 | 7,20 |
| 30.06.2016 | 7,23 | 7,22 | 7,25 | 7,20 | 7,20 | 7,20 |
| 1.07.2016 | 7,24 | 7,20 | 7,26 | 7,18 | 7,20 | 7,25 |
| 4.07.2016 | 7,23 | 7,28 | 7,28 | 7,20 | 7,25 | 7,24 |
| 5.07.2016 | 7,22 | 7,25 | 7,25 | 7,20 | 7,24 | 7,24 |
| 6.07.2016 | 7,24 | 7,23 | 7,25 | 7,21 | 7,24 | 7,23 |
| 7.07.2016 | 7,22 | 7,23 | 7,23 | 7,21 | 7,23 | 7,23 |
| 8.07.2016 | 7,22 | 7,23 | 7,23 | 7,21 | 7,23 | 7,23 |
| 11.07.2016 | 7,24 | 7,25 | 7,25 | 7,21 | 7,23 | 7,25 |
| 12.07.2016 | 7,22 | 7,22 | 7,25 | 7,21 | 7,25 | 7,21 |
| 13.07.2016 | 7,25 | 7,24 | 7,26 | 7,23 | 7,21 | 7,25 |
| 14.07.2016 | 7,25 | 7,25 | 7,25 | 7,23 | 7,25 | 7,25 |
| 15.07.2016 | 7,26 | 7,25 | 7,28 | 7,25 | 7,25 | 7,28 |
| 18.07.2016 | 7,29 | 7,25 | 7,30 | 7,25 | 7,28 | 7,30 |

Lisa 1 järg

| | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| 19.07.2016 | 7,37 | 7,33 | 7,44 | 7,33 | 7,30 | 7,44 |
| 20.07.2016 | 7,38 | 7,44 | 7,44 | 7,30 | 7,44 | 7,40 |
| 21.07.2016 | 7,32 | 7,39 | 7,39 | 7,27 | 7,40 | 7,27 |
| 22.07.2016 | 7,26 | 7,26 | 7,30 | 7,25 | 7,27 | 7,30 |
| 25.07.2016 | 7,22 | 7,24 | 7,24 | 7,21 | 7,30 | 7,22 |
| 26.07.2016 | 7,24 | 7,22 | 7,30 | 7,22 | 7,22 | 7,22 |
| 27.07.2016 | 7,24 | 7,22 | 7,27 | 7,22 | 7,22 | 7,22 |
| 28.07.2016 | 7,24 | 7,24 | 7,25 | 7,24 | 7,22 | 7,24 |
| 29.07.2016 | 7,26 | 7,25 | 7,30 | 7,25 | 7,24 | 7,30 |
| 1.08.2016 | 7,24 | 7,22 | 7,30 | 7,21 | 7,30 | 7,30 |
| 2.08.2016 | 7,26 | 7,30 | 7,30 | 7,22 | 7,30 | 7,24 |
| 3.08.2016 | 7,22 | 7,24 | 7,30 | 7,21 | 7,24 | 7,22 |
| 4.08.2016 | 7,25 | 7,22 | 7,28 | 7,22 | 7,22 | 7,28 |
| 5.08.2016 | 7,25 | 7,28 | 7,28 | 7,22 | 7,28 | 7,25 |
| 8.08.2016 | 7,26 | 7,25 | 7,26 | 7,25 | 7,25 | 7,25 |
| 9.08.2016 | 7,22 | 7,23 | 7,26 | 7,21 | 7,25 | 7,21 |
| 10.08.2016 | 7,25 | 7,25 | 7,26 | 7,25 | 7,21 | 7,26 |
| 11.08.2016 | 7,28 | 7,26 | 7,29 | 7,26 | 7,26 | 7,28 |
| 12.08.2016 | 7,26 | 7,28 | 7,29 | 7,25 | 7,28 | 7,25 |
| 15.08.2016 | 7,24 | 7,25 | 7,25 | 7,23 | 7,25 | 7,24 |
| 16.08.2016 | 7,24 | 7,24 | 7,25 | 7,22 | 7,24 | 7,22 |
| 17.08.2016 | 7,25 | 7,25 | 7,25 | 7,23 | 7,22 | 7,25 |
| 18.08.2016 | 7,23 | 7,23 | 7,24 | 7,23 | 7,25 | 7,24 |
| 19.08.2016 | 7,22 | 7,23 | 7,23 | 7,22 | 7,24 | 7,22 |
| 22.08.2016 | 7,22 | 7,22 | 7,23 | 7,21 | 7,22 | 7,22 |
| 23.08.2016 | 7,25 | 7,22 | 7,30 | 7,22 | 7,22 | 7,30 |
| 24.08.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,32 | 7,30 | 7,30 | 7,30 |
| 25.08.2016 | 7,29 | 7,28 | 7,34 | 7,26 | 7,30 | 7,32 |
| 26.08.2016 | 7,33 | 7,30 | 7,40 | 7,30 | 7,32 | 7,31 |
| 29.08.2016 | 7,30 | 7,31 | 7,31 | 7,30 | 7,31 | 7,31 |
| 30.08.2016 | 7,34 | 7,35 | 7,35 | 7,30 | 7,31 | 7,35 |
| 31.08.2016 | 7,33 | 7,30 | 7,35 | 7,30 | 7,35 | 7,35 |
| 1.09.2016 | 7,33 | 7,35 | 7,35 | 7,30 | 7,35 | 7,30 |
| 2.09.2016 | 7,34 | 7,30 | 7,35 | 7,30 | 7,30 | 7,35 |
| 5.09.2016 | 7,36 | 7,40 | 7,40 | 7,35 | 7,35 | 7,38 |
| 6.09.2016 | 7,37 | 7,35 | 7,40 | 7,35 | 7,38 | 7,40 |
| 7.09.2016 | 7,41 | 7,40 | 7,45 | 7,39 | 7,40 | 7,40 |
| 8.09.2016 | 7,37 | 7,40 | 7,40 | 7,35 | 7,40 | 7,35 |

Lisa 1 järg

| | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| 9.09.2016 | 7,34 | 7,35 | 7,35 | 7,32 | 7,35 | 7,34 |
| 12.09.2016 | 7,29 | 7,32 | 7,34 | 7,26 | 7,34 | 7,33 |
| 13.09.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,29 | 7,33 | 7,29 |
| 14.09.2016 | 7,31 | 7,30 | 7,34 | 7,30 | 7,29 | 7,34 |
| 15.09.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,34 | 7,29 | 7,34 | 7,30 |
| 16.09.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,29 | 7,30 | 7,30 |
| 19.09.2016 | 7,30 | 7,29 | 7,30 | 7,29 | 7,30 | 7,30 |
| 20.09.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,30 |
| 21.09.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,33 | 7,30 | 7,30 | 7,33 |
| 22.09.2016 | 7,33 | 7,32 | 7,35 | 7,30 | 7,33 | 7,35 |
| 23.09.2016 | 7,35 | 7,35 | 7,35 | 7,35 | 7,35 | 7,35 |
| 26.09.2016 | 7,31 | 7,30 | 7,36 | 7,30 | 7,35 | 7,30 |
| 27.09.2016 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,29 | 7,30 | 7,30 |
| 28.09.2016 | 7,33 | 7,26 | 7,40 | 7,26 | 7,30 | 7,40 |
| 29.09.2016 | 7,40 | 7,39 | 7,40 | 7,39 | 7,40 | 7,40 |
| 30.09.2016 | 7,30 | 7,39 | 7,39 | 7,30 | 7,40 | 7,35 |
| 3.10.2016 | 7,33 | 7,35 | 7,35 | 7,32 | 7,35 | 7,35 |
| 4.10.2016 | 7,40 | 7,35 | 7,41 | 7,35 | 7,35 | 7,41 |
| 5.10.2016 | 7,39 | 7,40 | 7,41 | 7,35 | 7,41 | 7,35 |
| 6.10.2016 | 7,38 | 7,35 | 7,41 | 7,35 | 7,35 | 7,40 |
| 7.10.2016 | 7,40 | 7,41 | 7,41 | 7,36 | 7,40 | 7,40 |
| 10.10.2016 | 7,32 | 7,40 | 7,40 | 7,26 | 7,40 | 7,30 |
| 11.10.2016 | 7,34 | 7,30 | 7,35 | 7,30 | 7,30 | 7,35 |
| 12.10.2016 | 7,31 | 7,35 | 7,35 | 7,28 | 7,35 | 7,30 |
| 13.10.2016 | 7,33 | 7,30 | 7,33 | 7,30 | 7,30 | 7,32 |
| 14.10.2016 | 7,30 | 7,28 | 7,36 | 7,28 | 7,32 | 7,30 |
| 17.10.2016 | 7,39 | 7,31 | 7,47 | 7,30 | 7,30 | 7,35 |
| 18.10.2016 | 7,39 | 7,39 | 7,39 | 7,35 | 7,35 | 7,39 |
| 19.10.2016 | 7,49 | 7,39 | 7,55 | 7,39 | 7,39 | 7,50 |
| 20.10.2016 | 7,52 | 7,55 | 7,55 | 7,49 | 7,50 | 7,50 |
| 21.10.2016 | 7,49 | 7,50 | 7,50 | 7,45 | 7,50 | 7,50 |
| 24.10.2016 | 7,55 | 7,59 | 7,60 | 7,50 | 7,50 | 7,50 |
| 25.10.2016 | 7,60 | 7,60 | 7,68 | 7,52 | 7,50 | 7,68 |
| 26.10.2016 | 7,67 | 7,70 | 7,70 | 7,60 | 7,68 | 7,65 |
| 27.10.2016 | 7,61 | 7,58 | 7,64 | 7,58 | 7,65 | 7,60 |
| 28.10.2016 | 7,67 | 7,57 | 8,17 | 7,57 | 7,60 | 8,00 |
| 31.10.2016 | 8,13 | 8,01 | 8,25 | 8,00 | 8,00 | 8,21 |
| 1.11.2016 | 8,14 | 8,21 | 8,22 | 8,10 | 8,21 | 8,15 |

Lisa 1 järg

| | | | | | | |
|------------|------|------|-------|------|------|------|
| 2.11.2016 | 8,13 | 8,15 | 8,15 | 8,00 | 8,15 | 8,13 |
| 3.11.2016 | 8,04 | 8,10 | 8,10 | 8,00 | 8,13 | 8,05 |
| 4.11.2016 | 8,04 | 8,00 | 8,10 | 8,00 | 8,05 | 8,02 |
| 7.11.2016 | 8,02 | 8,05 | 8,05 | 8,00 | 8,02 | 8,00 |
| 8.11.2016 | 8,15 | 8,00 | 8,20 | 8,00 | 8,00 | 8,15 |
| 9.11.2016 | 8,09 | 8,01 | 8,20 | 8,00 | 8,15 | 8,17 |
| 10.11.2016 | 8,24 | 8,17 | 8,34 | 8,09 | 8,17 | 8,34 |
| 11.11.2016 | 8,36 | 8,34 | 8,59 | 8,20 | 8,34 | 8,55 |
| 14.11.2016 | 8,54 | 8,55 | 8,55 | 8,46 | 8,55 | 8,55 |
| 15.11.2016 | 8,53 | 8,55 | 8,55 | 8,50 | 8,55 | 8,55 |
| 16.11.2016 | 8,58 | 8,55 | 8,80 | 8,55 | 8,55 | 8,70 |
| 17.11.2016 | 8,81 | 8,98 | 8,98 | 8,70 | 8,70 | 8,80 |
| 18.11.2016 | 8,94 | 8,85 | 9,00 | 8,80 | 8,80 | 8,90 |
| 21.11.2016 | 8,99 | 8,95 | 9,10 | 8,95 | 8,90 | 8,95 |
| 22.11.2016 | 9,01 | 9,05 | 9,05 | 8,95 | 8,95 | 9,00 |
| 23.11.2016 | 9,01 | 9,04 | 9,04 | 8,92 | 9,00 | 9,03 |
| 24.11.2016 | 8,74 | 8,92 | 8,92 | 8,60 | 9,03 | 8,78 |
| 25.11.2016 | 8,90 | 8,78 | 9,04 | 8,78 | 8,78 | 9,00 |
| 28.11.2016 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 |
| 29.11.2016 | 9,02 | 9,03 | 9,04 | 9,00 | 9,00 | 9,02 |
| 30.11.2016 | 9,04 | 9,03 | 9,04 | 9,02 | 9,02 | 9,04 |
| 1.12.2016 | 9,07 | 9,05 | 9,10 | 9,04 | 9,04 | 9,05 |
| 2.12.2016 | 9,07 | 9,05 | 9,20 | 9,05 | 9,05 | 9,18 |
| 5.12.2016 | 9,09 | 9,10 | 9,10 | 9,05 | 9,18 | 9,10 |
| 6.12.2016 | 9,05 | 9,05 | 9,07 | 9,03 | 9,10 | 9,07 |
| 7.12.2016 | 9,07 | 9,07 | 9,10 | 9,06 | 9,07 | 9,10 |
| 8.12.2016 | 9,07 | 9,10 | 9,10 | 9,00 | 9,10 | 9,10 |
| 9.12.2016 | 9,15 | 9,10 | 9,20 | 9,09 | 9,10 | 9,20 |
| 12.12.2016 | 9,21 | 9,25 | 9,25 | 9,20 | 9,20 | 9,20 |
| 13.12.2016 | 9,06 | 9,20 | 9,20 | 9,00 | 9,20 | 9,00 |
| 14.12.2016 | 9,02 | 9,09 | 9,10 | 8,95 | 9,00 | 9,00 |
| 15.12.2016 | 9,07 | 9,00 | 9,10 | 9,00 | 9,00 | 9,10 |
| 16.12.2016 | 9,17 | 9,19 | 9,20 | 9,01 | 9,10 | 9,20 |
| 19.12.2016 | 9,10 | 9,20 | 9,20 | 9,05 | 9,20 | 9,05 |
| 20.12.2016 | 9,25 | 9,18 | 9,73 | 9,10 | 9,05 | 9,40 |
| 21.12.2016 | 9,62 | 9,40 | 10,00 | 9,40 | 9,40 | 9,80 |
| 22.12.2016 | 9,66 | 9,80 | 9,80 | 9,50 | 9,80 | 9,75 |
| 23.12.2016 | 9,33 | 9,50 | 9,50 | 9,24 | 9,75 | 9,35 |

Lisa 1 järg

| | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| 27.12.2016 | 9,50 | 9,37 | 9,60 | 9,37 | 9,35 | 9,50 |
| 28.12.2016 | 9,52 | 9,55 | 9,60 | 9,50 | 9,50 | 9,55 |
| 29.12.2016 | 9,66 | 9,60 | 9,75 | 9,55 | 9,55 | 9,55 |
| 30.12.2016 | 9,66 | 9,60 | 9,75 | 9,50 | 9,55 | 9,74 |

Allikas: (LHV Group ajalugu)

Lisa 2. OMX Tallinn ja LHV1T indeksi muutus perioodil 01.03.2016-30.12.2016

| Date | OMXT Value | OMXT Change (%) | OMXT Daily Change (%) | LHV1T Value (EUR) | LHV1T Change (%) | LHV1T Daily Change (%) |
|------------|------------|-----------------|-----------------------|-------------------|------------------|------------------------|
| 1.06.2016 | 996,63 | -0,21 | 0,00 | 7,51 | -4,33 | 0,00 |
| 2.06.2016 | 1000,65 | 0,20 | 0,40 | 7,46 | -4,97 | -0,67 |
| 3.06.2016 | 1011,62 | 1,30 | 1,10 | 7,45 | -5,10 | -0,13 |
| 6.06.2016 | 1001,67 | 0,30 | -0,98 | 7,35 | -6,37 | -1,34 |
| 7.06.2016 | 1004,20 | 0,55 | 0,25 | 7,34 | -6,50 | -0,14 |
| 8.06.2016 | 1004,97 | 0,63 | 0,08 | 7,40 | -5,73 | 0,82 |
| 9.06.2016 | 1004,53 | 0,59 | -0,04 | 7,40 | -5,73 | 0,00 |
| 10.06.2016 | 997,09 | -0,16 | -0,74 | 7,39 | -5,86 | -0,14 |
| 13.06.2016 | 1003,58 | 0,49 | 0,65 | 7,40 | -5,73 | 0,14 |
| 14.06.2016 | 1003,36 | 0,47 | -0,02 | 7,30 | -7,01 | -1,35 |
| 15.06.2016 | 996,63 | -0,21 | -0,67 | 7,22 | -8,03 | -1,10 |
| 16.06.2016 | 978,31 | -2,04 | -1,84 | 7,25 | -7,64 | 0,42 |
| 17.06.2016 | 976,81 | -2,19 | -0,15 | 7,21 | -8,15 | -0,55 |
| 20.06.2016 | 968,70 | -3,00 | -0,83 | 7,26 | -7,52 | 0,69 |
| 21.06.2016 | 969,63 | -2,91 | 0,10 | 7,26 | -7,52 | 0,00 |
| 22.06.2016 | 977,88 | -2,08 | 0,85 | 7,25 | -7,64 | -0,14 |
| 23.06.2016 | 977,88 | -2,08 | 0,00 | 7,25 | -7,64 | 0,00 |
| 27.06.2016 | 961,06 | -3,77 | -1,72 | 7,15 | -8,92 | -1,38 |
| 28.06.2016 | 974,44 | -2,43 | 1,39 | 7,25 | -7,64 | 1,40 |
| 29.06.2016 | 983,88 | -1,48 | 0,97 | 7,20 | -8,28 | -0,69 |
| 30.06.2016 | 985,61 | -1,31 | 0,18 | 7,20 | -8,28 | 0,00 |
| 1.07.2016 | 986,84 | -1,19 | 0,12 | 7,25 | -7,64 | 0,69 |
| 4.07.2016 | 987,05 | -1,16 | 0,02 | 7,24 | -7,77 | -0,14 |
| 5.07.2016 | 988,35 | -1,03 | 0,13 | 7,24 | -7,77 | 0,00 |
| 6.07.2016 | 993,28 | -0,54 | 0,50 | 7,23 | -7,90 | -0,14 |
| 7.07.2016 | 991,26 | -0,74 | -0,20 | 7,23 | -7,90 | 0,00 |
| 8.07.2016 | 993,43 | -0,53 | 0,22 | 7,23 | -7,90 | 0,00 |
| 11.07.2016 | 994,72 | -0,40 | 0,13 | 7,25 | -7,64 | 0,28 |
| 12.07.2016 | 996,42 | -0,23 | 0,17 | 7,21 | -8,15 | -0,55 |
| 13.07.2016 | 993,72 | -0,50 | -0,27 | 7,25 | -7,64 | 0,55 |
| 14.07.2016 | 1002,03 | 0,34 | 0,84 | 7,25 | -7,64 | 0,00 |
| 15.07.2016 | 1010,45 | 1,18 | 0,84 | 7,28 | -7,26 | 0,41 |
| 18.07.2016 | 1016,72 | 1,81 | 0,62 | 7,30 | -7,01 | 0,27 |

Lisa 2 järg

| | | | | | | |
|------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| 19.07.2016 | 1021,00 | 2,23 | 0,42 | 7,44 | -5,22 | 1,92 |
| 20.07.2016 | 1025,22 | 2,66 | 0,41 | 7,40 | -5,73 | -0,54 |
| 21.07.2016 | 1027,36 | 2,87 | 0,21 | 7,27 | -7,39 | -1,76 |
| 22.07.2016 | 1026,66 | 2,80 | -0,07 | 7,30 | -7,01 | 0,41 |
| 25.07.2016 | 1023,55 | 2,49 | -0,30 | 7,22 | -8,03 | -1,10 |
| 26.07.2016 | 1024,34 | 2,57 | 0,08 | 7,22 | -8,03 | 0,00 |
| 27.07.2016 | 1019,46 | 2,08 | -0,48 | 7,22 | -8,03 | 0,00 |
| 28.07.2016 | 1009,05 | 1,04 | -1,02 | 7,24 | -7,77 | 0,28 |
| 29.07.2016 | 1015,47 | 1,68 | 0,64 | 7,30 | -7,01 | 0,83 |
| 1.08.2016 | 1018,50 | 1,98 | 0,30 | 7,30 | -7,01 | 0,00 |
| 2.08.2016 | 1014,05 | 1,54 | -0,44 | 7,24 | -7,77 | -0,82 |
| 3.08.2016 | 1013,73 | 1,51 | -0,03 | 7,22 | -8,03 | -0,28 |
| 4.08.2016 | 1016,48 | 1,78 | 0,27 | 7,28 | -7,26 | 0,83 |
| 5.08.2016 | 1021,85 | 2,32 | 0,53 | 7,25 | -7,64 | -0,41 |
| 8.08.2016 | 1015,23 | 1,66 | -0,65 | 7,25 | -7,64 | 0,00 |
| 9.08.2016 | 1017,62 | 1,90 | 0,24 | 7,21 | -8,15 | -0,55 |
| 10.08.2016 | 1018,51 | 1,99 | 0,09 | 7,26 | -7,52 | 0,69 |
| 11.08.2016 | 1000,92 | 0,22 | -1,73 | 7,28 | -7,26 | 0,28 |
| 12.08.2016 | 991,86 | -0,68 | -0,91 | 7,25 | -7,64 | -0,41 |
| 15.08.2016 | 1004,43 | 0,58 | 1,27 | 7,24 | -7,77 | -0,14 |
| 16.08.2016 | 1001,73 | 0,31 | -0,27 | 7,22 | -8,03 | -0,28 |
| 17.08.2016 | 1002,53 | 0,39 | 0,08 | 7,25 | -7,64 | 0,42 |
| 18.08.2016 | 1001,12 | 0,24 | -0,14 | 7,24 | -7,77 | -0,14 |
| 19.08.2016 | 995,12 | -0,36 | -0,60 | 7,22 | -8,03 | -0,28 |
| 22.08.2016 | 995,72 | -0,30 | 0,06 | 7,22 | -8,03 | 0,00 |
| 23.08.2016 | 998,34 | -0,03 | 0,26 | 7,30 | -7,01 | 1,11 |
| 24.08.2016 | 998,97 | 0,03 | 0,06 | 7,30 | -7,01 | 0,00 |
| 25.08.2016 | 998,77 | 0,01 | -0,02 | 7,32 | -6,75 | 0,27 |
| 26.08.2016 | 998,22 | -0,05 | -0,06 | 7,31 | -6,88 | -0,14 |
| 29.08.2016 | 995,32 | -0,34 | -0,29 | 7,31 | -6,88 | 0,00 |
| 30.08.2016 | 999,69 | 0,10 | 0,44 | 7,35 | -6,37 | 0,55 |
| 31.08.2016 | 997,99 | -0,07 | -0,17 | 7,35 | -6,37 | 0,00 |
| 1.09.2016 | 1000,18 | 0,15 | 0,22 | 7,30 | -7,01 | -0,68 |
| 2.09.2016 | 999,58 | 0,09 | -0,06 | 7,35 | -6,37 | 0,68 |
| 5.09.2016 | 1001,85 | 0,32 | 0,23 | 7,38 | -5,99 | 0,41 |
| 6.09.2016 | 1003,22 | 0,45 | 0,14 | 7,40 | -5,73 | 0,27 |
| 7.09.2016 | 1000,53 | 0,19 | -0,27 | 7,40 | -5,73 | 0,00 |
| 8.09.2016 | 998,47 | -0,02 | -0,21 | 7,35 | -6,37 | -0,68 |

Lisa 2 järg

| | | | | | | |
|------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| 9.09.2016 | 998,82 | 0,01 | 0,04 | 7,34 | -6,50 | -0,14 |
| 12.09.2016 | 995,10 | -0,36 | -0,37 | 7,33 | -6,62 | -0,14 |
| 13.09.2016 | 999,90 | 0,12 | 0,48 | 7,29 | -7,13 | -0,55 |
| 14.09.2016 | 994,84 | -0,38 | -0,51 | 7,34 | -6,50 | 0,69 |
| 15.09.2016 | 995,70 | -0,30 | 0,09 | 7,30 | -7,01 | -0,54 |
| 16.09.2016 | 993,49 | -0,52 | -0,22 | 7,30 | -7,01 | 0,00 |
| 19.09.2016 | 990,81 | -0,79 | -0,27 | 7,30 | -7,01 | 0,00 |
| 20.09.2016 | 1001,56 | 0,29 | 1,08 | 7,30 | -7,01 | 0,00 |
| 21.09.2016 | 996,55 | -0,21 | -0,50 | 7,33 | -6,62 | 0,41 |
| 22.09.2016 | 997,99 | -0,07 | 0,14 | 7,35 | -6,37 | 0,27 |
| 23.09.2016 | 999,32 | 0,06 | 0,13 | 7,35 | -6,37 | 0,00 |
| 26.09.2016 | 992,27 | -0,64 | -0,71 | 7,30 | -7,01 | -0,68 |
| 27.09.2016 | 993,19 | -0,55 | 0,09 | 7,30 | -7,01 | 0,00 |
| 28.09.2016 | 998,01 | -0,07 | 0,49 | 7,40 | -5,73 | 1,37 |
| 29.09.2016 | 1003,81 | 0,51 | 0,58 | 7,40 | -5,73 | 0,00 |
| 30.09.2016 | 1001,34 | 0,27 | -0,25 | 7,35 | -6,37 | -0,68 |
| 3.10.2016 | 1001,83 | 0,32 | 0,05 | 7,35 | -6,37 | 0,00 |
| 4.10.2016 | 1004,56 | 0,59 | 0,27 | 7,41 | -5,61 | 0,82 |
| 5.10.2016 | 1003,92 | 0,52 | -0,06 | 7,35 | -6,37 | -0,81 |
| 6.10.2016 | 1005,41 | 0,67 | 0,15 | 7,40 | -5,73 | 0,68 |
| 7.10.2016 | 1005,00 | 0,63 | -0,04 | 7,40 | -5,73 | 0,00 |
| 10.10.2016 | 1005,53 | 0,69 | 0,05 | 7,30 | -7,01 | -1,35 |
| 11.10.2016 | 1011,25 | 1,26 | 0,57 | 7,35 | -6,37 | 0,68 |
| 12.10.2016 | 1016,00 | 1,73 | 0,47 | 7,30 | -7,01 | -0,68 |
| 13.10.2016 | 1014,87 | 1,62 | -0,11 | 7,32 | -6,75 | 0,27 |
| 14.10.2016 | 1017,43 | 1,88 | 0,25 | 7,30 | -7,01 | -0,27 |
| 17.10.2016 | 1019,54 | 2,09 | 0,21 | 7,35 | -6,37 | 0,68 |
| 18.10.2016 | 1019,58 | 2,09 | 0,00 | 7,39 | -5,86 | 0,54 |
| 19.10.2016 | 1023,58 | 2,49 | 0,39 | 7,50 | -4,46 | 1,49 |
| 20.10.2016 | 1027,90 | 2,93 | 0,42 | 7,50 | -4,46 | 0,00 |
| 21.10.2016 | 1031,34 | 3,27 | 0,33 | 7,50 | -4,46 | 0,00 |
| 24.10.2016 | 1025,84 | 2,72 | -0,53 | 7,50 | -4,46 | 0,00 |
| 25.10.2016 | 1029,95 | 3,13 | 0,40 | 7,68 | -2,17 | 2,40 |
| 26.10.2016 | 1026,84 | 2,82 | -0,30 | 7,65 | -2,55 | -0,39 |
| 27.10.2016 | 1031,04 | 3,24 | 0,41 | 7,60 | -3,18 | -0,65 |
| 28.10.2016 | 1033,79 | 3,52 | 0,27 | 8,00 | 1,91 | 5,26 |
| 31.10.2016 | 1036,52 | 3,79 | 0,26 | 8,21 | 4,59 | 2,63 |
| 1.11.2016 | 1029,58 | 3,09 | -0,67 | 8,15 | 3,82 | -0,73 |

Lisa 2 järg

| | | | | | | |
|------------|---------|------|-------|------|-------|-------|
| 2.11.2016 | 1026,74 | 2,81 | -0,28 | 8,13 | 3,57 | -0,25 |
| 3.11.2016 | 1020,55 | 2,19 | -0,60 | 8,05 | 2,55 | -0,98 |
| 4.11.2016 | 1016,01 | 1,74 | -0,44 | 8,02 | 2,17 | -0,37 |
| 7.11.2016 | 1016,11 | 1,75 | 0,01 | 8,00 | 1,91 | -0,25 |
| 8.11.2016 | 1018,71 | 2,01 | 0,26 | 8,15 | 3,82 | 1,88 |
| 9.11.2016 | 1011,64 | 1,30 | -0,69 | 8,17 | 4,08 | 0,25 |
| 10.11.2016 | 1022,43 | 2,38 | 1,07 | 8,34 | 6,24 | 2,08 |
| 11.11.2016 | 1027,92 | 2,93 | 0,54 | 8,55 | 8,92 | 2,52 |
| 14.11.2016 | 1028,57 | 2,99 | 0,06 | 8,55 | 8,92 | 0,00 |
| 15.11.2016 | 1025,95 | 2,73 | -0,25 | 8,55 | 8,92 | 0,00 |
| 16.11.2016 | 1024,50 | 2,59 | -0,14 | 8,70 | 10,83 | 1,75 |
| 17.11.2016 | 1029,99 | 3,14 | 0,54 | 8,80 | 12,10 | 1,15 |
| 18.11.2016 | 1032,50 | 3,39 | 0,24 | 8,90 | 13,38 | 1,14 |
| 21.11.2016 | 1031,72 | 3,31 | -0,08 | 8,95 | 14,01 | 0,56 |
| 22.11.2016 | 1029,27 | 3,06 | -0,24 | 9,00 | 14,65 | 0,56 |
| 23.11.2016 | 1033,09 | 3,45 | 0,37 | 9,03 | 15,03 | 0,33 |
| 24.11.2016 | 1030,00 | 3,14 | -0,30 | 8,78 | 11,85 | -2,77 |
| 25.11.2016 | 1036,00 | 3,74 | 0,58 | 9,00 | 14,65 | 2,51 |
| 28.11.2016 | 1034,36 | 3,57 | -0,16 | 9,00 | 14,65 | 0,00 |
| 29.11.2016 | 1043,65 | 4,50 | 0,90 | 9,02 | 14,90 | 0,22 |
| 30.11.2016 | 1042,84 | 4,42 | -0,08 | 9,04 | 15,16 | 0,22 |
| 1.12.2016 | 1049,39 | 5,08 | 0,63 | 9,05 | 15,29 | 0,11 |
| 2.12.2016 | 1047,86 | 4,92 | -0,15 | 9,18 | 16,94 | 1,44 |
| 5.12.2016 | 1048,55 | 4,99 | 0,07 | 9,10 | 15,92 | -0,87 |
| 6.12.2016 | 1046,91 | 4,83 | -0,16 | 9,07 | 15,54 | -0,33 |
| 7.12.2016 | 1047,83 | 4,92 | 0,09 | 9,10 | 15,92 | 0,33 |
| 8.12.2016 | 1048,75 | 5,01 | 0,09 | 9,10 | 15,92 | 0,00 |
| 9.12.2016 | 1050,08 | 5,15 | 0,13 | 9,20 | 17,20 | 1,10 |
| 12.12.2016 | 1049,61 | 5,10 | -0,04 | 9,20 | 17,20 | 0,00 |
| 13.12.2016 | 1048,34 | 4,97 | -0,12 | 9,00 | 14,65 | -2,17 |
| 14.12.2016 | 1045,26 | 4,66 | -0,29 | 9,00 | 14,65 | 0,00 |
| 15.12.2016 | 1050,35 | 5,17 | 0,49 | 9,10 | 15,92 | 1,11 |
| 16.12.2016 | 1057,64 | 5,90 | 0,69 | 9,20 | 17,20 | 1,10 |
| 19.12.2016 | 1057,76 | 5,92 | 0,01 | 9,05 | 15,29 | -1,63 |
| 20.12.2016 | 1061,51 | 6,29 | 0,35 | 9,40 | 19,75 | 3,87 |
| 21.12.2016 | 1071,45 | 7,29 | 0,94 | 9,80 | 24,84 | 4,26 |
| 22.12.2016 | 1068,83 | 7,02 | -0,24 | 9,75 | 24,20 | -0,51 |
| 23.12.2016 | 1071,14 | 7,26 | 0,22 | 9,35 | 19,11 | -4,10 |

Lisa 2 järg

| | | | | | | |
|------------|---------|------|-------|------|-------|------|
| 27.12.2016 | 1071,65 | 7,31 | 0,05 | 9,50 | 21,02 | 1,60 |
| 28.12.2016 | 1069,71 | 7,11 | -0,18 | 9,55 | 21,66 | 0,53 |
| 29.12.2016 | 1072,80 | 7,42 | 0,29 | 9,55 | 21,66 | 0,00 |
| 30.12.2016 | 1075,50 | 7,69 | 0,25 | 9,74 | 24,08 | 1,99 |

Allikas: (Balti indeksid)