

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Carl Kaiser Kiidjärv

BRÄNDI VÄÄRTUSE FINANTSKOMPONENDI HINDAMINE ÜLEMISTE CITY
LINNAKU NÄITEL

Bakalaureusetöö

Juhendajad: kaasprofessor Kertu Lääts ja kaasprofessor Priit Sander

Tartu 2024

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Sisukord

Sissejuhatus	4
1. Ettevõtte ja brändi väärtuse hindamise teoreetilised alused	5
1.1. Väärtuse mõiste selgitus ja selle hindamise olulisus	5
1.2. Väärtuse komponendid ja tasandid.....	8
1.3. Ettevõtte väärtuse hindamise finantsmudelid	11
2. Brändi väärtuse finantskomponendi hindamine.....	13
2.1. DCF mudeli meetoodika tutvustus.....	13
2.2. Ülemiste City tegevuse ja finantsandmete ülevaade	17
2.3. Diskonteeritud rahavoogude meetodil väärtuse leidmine.....	20
2.4. Sensitiivsusanalüüs ja järeldused	29
Kokkuvõte	31
Viidatud allikad.....	33
Lisad	37
Lisa A. Mainor Ülemiste AS kasumiaruanded 2018-2022	37
Lisa B. Mainor Ülemiste AS finantsseisundi aruanded 2018-2022.....	38
Summary.....	39

Sissejuhatus

Väärtus ja selle hindamine võivad sõltuvalt vaatenurgast olla erineva sisuga. Rahanduses käsitletakse traditsiooniliselt ettevõtte finantsidel põhinevat väärtuse hindamist. Turunduse perspektiivist on fookus aga ettevõtte kui brändi ning selle väärtuse hindamisel. Praktikaks eksisteerivad need mõlemad väärtuse dimensioonid koos. Antud töös on vaatluse all eelkõige finantsväärtuse hindamine, mis võimaldab luua seose brändi väärtuse hindamiseks.

Väärtuse tajumine ja kujundamine on muutunud üha olulisemaks, eriti sellises keskkonnas, kus majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid mõjutavad ettevõtlust mitmetest suundadest. Väärtuse kujundamine ja hindamine mõjutab piirkonna jätkuvat arengut ja atraktiivsust nii kohalikele ettevõtetele kui ka rahvusvahelistele investoritele. Ülemiste City on ettevõtte Mainor Ülemiste AS poolt arendatav linnak, mille arendus- ja investeerimisotsused on keerukad ja sõltuvad erinevatest teguritest. Nüüdseks on Ülemiste City arenenud Eesti ärikeskkonna silmapaistvaks osaks, mille tähtsus järjest kasvab. Ülemiste City linnak on kujunenud mitmete ettevõtete ja innovatsioonikeskuste koduks, kus asuvad nii kohalikud kui ka rahvusvahelised ettevõtted. (Ülemiste City, n.d.) Eestis on Ülemiste Cityl kujunenud oma kuvandiga bränd, millel on potentsiaali kujuneda rahvusvahelise tuntusega linnakuks.

Ülemiste City puhul tekivad kaks olulist küsimust linnaku väärtuse hindamise kohta. Millistest alustest lähtuvalt ehk kuidas linnaku väärtust hinnata ning millised tegurid mõjutavad Ülemiste City linnaku väärtust? Nende küsimustega tegelemine on vajalik, kuna väärtuse hindamine on oluline ettevõtte ja piirkonna arengu seisukohalt. Linnaku objektiivne väärtuse hinnang võimaldab ettevõttel teha strateegilisi otsuseid omandi, finantsvõimaluste ja investeeringute osas. Väärtuse hinnang aitab mõista ettevõtte ja selle brändi tegelikku väärtust võimaldades paremat juhtimist ja planeerimist. (Miciuła et al., 2020: 3) Seega aitab õigesti hinnatud ettevõtte väärtus mõista ettevõtte konkurentsivõimet ning selle kasvupotentsiaali. Vastupidiselt võib ettevõtte väärtuse ebaõige hinnang viia klientide ja investorite silmis atraktiivsuse languseni. Eelnevast tulenevalt on töö eesmärk anda hinnang ettevõtte brändi väärtuse finantskomponendile Ülemiste City kui linnaku brändi näitel. Eesmärgini jõudmist toetavad järgnevad uurimisülesanded:

- A. Lahti mõtestada komponendid, millest ettevõtte väärtus koosneb ning tutvuda hindamise põhimõtetega.

B. Võrrelda erinevaid väärtuse hindamise mudeleid ja leida linnaku hindamiseks sobivaim.

C. Analüüsida Ülemiste City finantsandmeid ja -aruandeid ning ettevõtte väärtuse hindamiseks vajalikke tegureid.

D. Anda hinnang ettevõtte väärtusele ja näidata sisendina kasutatud tegurite muutuste mõjust tulenevat väärtuse hinnangu varieeruvust.

Töö esimeses osas on lahti mõtestatud, mida väärtus tähendab ja kuidas võib tähendus kontekstist muutuda. Selle käigus on välja toodud, kuidas antud töös väärtust käsitletakse. Seejärel on analüüsitud, millistest osadest koosneb brändi väärtus ja kuidas seda hinnatakse. Täiendavalt on kirjeldatud brändi poolt pakutava lisandväärtuse kontseptsiooni. Järgnevalt on määratletud, millist osa brändi väärtuse hindamisel antud töös käsitletakse.

Töö teooria osa tugineb eelkõige finantsjuhtimise ja väärtuse hindamise teoreetilistele seisukohtadele, mis moodustavad aluse ettevõtete väärtuse hindamise mõistmiseks ning aitavad püstitatud eesmärgini jõuda. Näiteks materiaalse väärtuse hindamiseks kasutatakse peamiselt kolme meetodit, mis on netovara meetod, turumeetod ja tulumeetod. Immateriaalse vara meetodeid on rohkem ning nende rakendamine on keerulisem. Oluline osa tööst on erinevaid teooriaid analüüsida ning leida nendest sobivad, mille alusel Ülemiste City väärtuse hindamist teha.

Uurimisel kasutatakse laialdast andmekogumit, et anda võimalikult objektiivne hinnang Ülemiste City väärtusele. Finantsandmed pärinevad majandusaasta aruannetest, mis pakuvad kvantitatiivset ülevaadet nende majanduslikust seisundist. Samuti toetab tööd Ülemiste City radari näitajate analüüs. Kombineerides erinevaid andmeallikaid ja meetodeid, püütakse anda võimalikult terviklik ja objektiivne ülevaade Ülemiste City väärtusest.

1. Ettevõtte ja brändi väärtuse hindamise teoreetilised alused

1.1. Väärtuse mõiste selgitus ja selle hindamise olulisus

Esmalt tuleb mõista, miks ettevõtte väärtust hinnatakse. Siinses töös hinnatakse küll linnaku väärtust, kuid sarnast meetodit saab rakendada ka teistes valdkondades. Järgnevalt seletatakse lahti, millistel põhjustel ettevõtte väärtust hinnatakse ja millist kasu see võib kaasa tuua.

Ettevõtte ja selle brändi hindamine on vajalik mitmetes olukordades, näiteks uue ettevõtte omandamine, ühinemine, müümine, aktsiate avalik pakkumine, erastamine ja finantsotsuste tegemine. Samuti on see oluline pankroti, likvideerimise, õiguslike vaidluste, partnerlusest lahkumise, uute aktsionäride lisamise ja muude sarnaste olukordade korral.

Sageli aga ei ole hindamisel vaja konkreetset olukorda või vajadust. Väärtuse hindamine aitab ettevõtte omanikel ja juhtidel mõista ettevõtte väärtuse komponente ning kuidas see on tegevusaastate jooksul muutunud. Peale pikaajalist investeerimist ettevõttesse ja selle edukalt toimima saamist peaks enamasti olema omaniku eesmärk tagada jätkusuutlikkus ning ettevõtte väärtuse teadmisel on selles oluline osa. Selleks, et pika- ja lühiajalised plaanid oleksid tulusad ning ajakohased, on tähtis teada ettevõtte väärtust ning seda nii positiivselt kui ka negatiivselt mõjutavaid tegureid. (Köseoğlu & Almeany, 2020: 2)

Enne väärtuse hindamist tuleb lahti mõtestada, mida täpsemalt käsitletakse väärtusena. Väärtuse definitsioone on erinevaid ning see sõltub kontekstist. “Väärtus (*value*)–

- filosoofias: reaalsuse aspekt, asi, nähtus või suhe, mis on inimese kui indiviidi ja ühiskondliku olemise eksisteerimise seisukohast oluline ja tähenduslik;
- inimese hinnang hüvise või teenuse kohta selle tarbimisalase kasulikkuse järgi. Eristatakse subjektiivset ja objektiivset väärtust. Subjektiivne väärtus peegeldab ühe inimese hinnangut, objektiivne väärtus sotsiaalsete rühmade või rahva enamiku tõekspidamisi;
- hinnatav omadus, idee või põhimõte, mida järgitakse kogu ühiskonnas või vähemalt selle piisavalt suures osas;
- maksumus, kauba või teenuse eest makstav rahasumma;
- arväärtuse sünonüüm.” (Alver & Alver, 2011: 632)

Siinses töös on eesmärk käsitleda rahalist ehk finantsväärtust, seega on neist viiest definitsioonist antud kontekstis kõige sobilikum neljas. Samas tuleb arvestada ka teises definitsioonis tooduga, nimelt on just inimeste hinnangutest tingituna väärtuse tõlgendused ja hinnangud erinevad.

Kuna väärtuse mõiste on lai ja seda on keeruline üheselt defineerida, siis kasutatakse rahanduse distsipliinis täpsustavalt termineid turu-, õiglane, kasutus-, investeringuväärtus- ja maksustamisväärtus. Kui vaadelda sõna “väärtus” eraldiseisvana, siis tähendab see ootust tulevikus saadavatele tuludele. Oluline on mõista, et tingituna väärtuse muutumisest ajas saab anda väärtushinnangu konkreetsele ajahetkele. Arvestama peab seejuures sellega, et tähendus võib sõltuvalt kontekstist ja kasutusest varieeruda. (Appraisal Institute, 2008, 22) Luht (2017) on oma magistritöös tsiteerinud Blake'i: "Väärtuse loomus on paindlik. Ettevõtmise väärtus ei sõltu ainult loomuomastest omadustest, vaid ka kontekstist ja valdkonnast, kus firma tegutseb ning ostjate ja müüjate perspektiividest. Seega firma väärtus on mingil määral subjektiivne." (Blake, 2016: 313, viidatud Luht, 2017: 23 vahendusel) Seejuures võib ostjate

vaade ettevõttele olla laiem ja hõlmata ka selle brändiga kaasnevaid hüvesid, milleks võib olla näiteks emotsionaalne heaolu või sotsiaalne staatus. Ettevõtte ja selle bränd on tihti raskesti eristatavad, kuid on oluline mõista, et brändi kujundamine ja maine loomine omavad olulist rolli ettevõtte edus. Kui püüda määratleda väärtust terviklikult, hõlmates nii ettevõtet kui selle brändi, siis tuleb arvestada nii rahanduse kui turunduse perspektiivi kombinatsiooniga. Seega hõlmab väärtus nii finants- kui mittefinants komponente.

Ettevõtte ja brändi väärtuse hindamisel kerkib esile mitu probleemset kohta. Esiteks määratlevad erinevad huvigrupid brändi erinevalt. See võib tekitada segadust ning on raske anda objektiivset hinnangut. Teiseks on keeruline vaadelda brändi iseseisvalt omanikust, sest omanikud võivad olla brändiga emotsionaalselt seotud, mis samuti raskendab objektiivse hinnangu andmist. Kolmandaks on raske brändi tulevikuperspektiive prognoosida, sest turutingimused ja tarbija eelistused võivad kiiresti muutuda. (Aak, 2004: 34-35) Seega mõjutavad brändi väärtust mitmed tegurid, kaasa arvatud klientide tajutud väärtus, mis on individuaalne ja sõltub suhtest kliendiga ning konkreetsetest olukordadest. Sellest tulenevalt nõuab brändi väärtuse hindamine mitmekülgset arusaama sellest, kuidas väärtust tajutakse ja kuidas see mõjutab brändi edukust.

Turunduse valdkonnas eristatakse brändi väärtust (*brand value*) ja brändikapitali (*brand equity*). Kuigi toodud termineid on kasutatud sageli vaheldumisi, siis tuleks neid ikkagi kasutada erinevatel juhtudel. Brändi väärtust kujutab endast müügi või asendamise hinda, mis väljendub tulevaste tulude nüüdispuhasväärtuses. Brändikapitali tuleks käsitleda kui isikliku taju mõistet, mis viitab brändi võimele täita antud lubadusi saadavate kasude osas, mõnikord nimetatakse seda ka brändi tugevuseks. (Kirk et al., 2012: 491) Definitsioonid on välja toodud ka raamatus "Majandusarvestus ja rahandus". "Brändikapital (*brand equity*) - teatud kaupadele väärtust lisav immateriaalne aspekt, millele need poleks unikaalsed." (Alver & Alver, 2011: 154) "Brändi väärtus (*brand value*) - brändi kasumlikkusest, potentsiaalsest tuluteenimisvõimetest, reputatsiooni, mõjukust ja turuväärtust arvestav rahaline hinnang brändile." (Alver & Alver, 2011: 154) Seega on brändi väärtus üldisem mõiste, millest osa moodustab brändikapital, võttes arvesse tarbijate suhtumist ning tajusid brändi suhtes. Brändi väärtust mõjutavad erinevad tegurid, näiteks brändi tunnus, seostamine toote või teenuse kvaliteediga ning üldine rahulolu (Huang, 2015: 73), mis omakorda võimaldavad ettevõttel teenida klientide käest suuremat müügitulu.

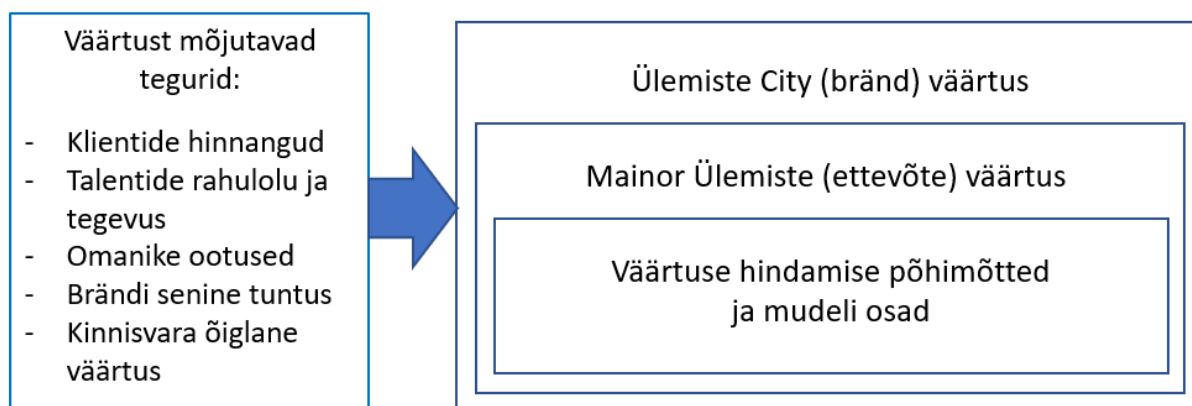
Kokkuvõtvalt saab välja tuua, et ettevõtte väärtuse hindamine on oluline osa ettevõtte jätkusuutlikkuse tagamiseks ning see aitab juhte otsuste ning tulevikuplaanide tegemisel.

Samas on väärtus lai mõiste ning selle hindamiseks tuleb see enda jaoks täpselt defineerida, et mõista, mida täpsemalt hindama hakatakse. Rahalise väärtuse saab anda brändi väärtusele ning sellest ühe osa ehk finantskomponendi hindamine on ka antud töö keskmeks.

1.2. Väärtuse komponendid ja tasandid

Majandusteooria seisukohalt moodustavad väärtuse neli tegurit, mis on omavahel tihedas seoses. Nendeks on toote või teenuse kasulikkus, nappus, soov ja tegelik ostujõud. Ülemiste City kontekstis tähendab kasulikkus linnaku võimet rahuldada inimeste soove ja vajadusi. Nappus kajastab pakkumist võrreldes nõudlusega ehk kui palju on linnakuid võrreldes vajadusega linnakute järele. Soov on inimeste tahe linnakus pakutavast osa saada ning tegelik ostujõud näitab, milline on inimeste võimekus linnakust osa saada. (Appraisal Institute, 2008: 15-16)

Ülemiste City puhul tuleb väärtuse täpsemaks defineerimiseks eraldada erinevad kihid, milleks on Ülemiste City kui bränd, Mainor Ülemiste ettevõtte ning ettevõtte kinnisvara objektid. Terviklikus brändi väärtuse hindamisel tuleks uurida kõiki seoseid, et oleks võimalik brändi poolt loodavat lisandväärtust hinnata ja seda seeläbi väärtuse hindamisse integreerida. Mainor Ülemiste ettevõtte on Ülemiste City linnaku arendaja ja antud töös käsitletakse Ülemiste City väärtust omanikule, mis hõlmab endas ka sealset kinnisvara. Lisaks koosneb väärtus erinevatest tasanditest- bränd, ettevõtte, kliendid ja talendid (Ülemiste City poolt kasutatav termin oma kogukonna inimeste kohta). Eelnevat kajastab joonis 1. Kõiki neid komponente tuleb väärtuse hindamisel arvestada, kuid antud töös keskendutakse täpsemalt brändi väärtuse hindamise finantsosale, mille aluseks on omanikettevõtte Mainor Ülemiste finantsandmed. Muidugi mõjutavad brändi väärtust väga tihedalt nii kliendid kui talendid, kuid neid selles töös eraldiseisvana ei käsitleta.



Joonis 1. Väärtuse erinevad kihid ja väärtust mõjutavad tegurid

Allikas: Autori koostatud

Finantskomponendi olulisust brändi väärtuse hindamisel tõestab see, et pea kõikide juhtivate brändi väärtuse hindajate meetodites on finantsosa ühel või teisel kujul sees. Interbrandi kasutatav meetod koosneb kolmest komponendist: bränditud toodete või teenuse finantsanalüüs, brändi roll klientide ostuotsustes ja brändi konkurentsivõime (Interbrand, n.d.). Kantar BrandZi meetod sisaldab genereeritud tulude prognoosi koos brändi poolt loodava lisandväärtusega (Kantar BrandZ, 2023). Brand Finance võtab brändi väärtuse hindamisel sarnaselt Kantar BrandZ-le arvesse genereeritud tulude prognoosi. Lisaks sisaldab meetod brändi tugevust ja summat, mille oleks ettevõtte nõus maksuma, et litsentseerida oma bränd (Haigh, 2021). Nagu näha siis on kõikides kolmes meetodis lisaks brändi poolt pakutava lisandväärtuse analüüsile oluline osa finantskomponendil. See on küll vastavalt hindamismeetoditele erinevatel kujudel ja oma nüanssidega, kuid selle olulisust ei saa eirata.

Lisaks saab finantsaruannete seisukohalt väärtuse jagada materiaaleteks ja immateriaaleteks varadeks. Tegutseval ettevõttel on olemas mõlemad ning just immateriaalne vara võimendab tegutseva ettevõtte väärtust võrreldes tegevust lõpetava ettevõttega. (Appraisal Institute, 2008: 28-30) “Materiaalsed põhivarad on materiaalsed varad, mida ettevõtte kasutab toodete tootmisel, teenuste osutamisel, rendile andmiseks või halduseesmärkidel ja mida ta kavatsseb kasutada pikema perioodi jooksul kui üks aasta.” (RTJ 5, 2017: 2) “Immateriaalsed varad on füüsilise vormita, teistest varadest eristatavad mitterahalised varad.” (RTJ 5, 2017: 3) Raamatupidamise toimkonna juhendis on immateriaalsete varadena välja toodud arvuti tarkvara, kaubamärgid, patendid, litsentsid, kasutusõigused, kliendinimekirjad, kvoodid ja muud sarnased varad. (RTJ 5, 2017: 4) Laiemas kontekstis võib immateriaalset vara defineerida kui kõiki neid ettevõtte komponente, mis eksisteerivad peale rahaliste ja materiaalsete varade. Lisaks eelmainitutele on immateriaalsete varadena välja toodud näiteks maine, inimkapital, suhted, lepingud, autoriõigused ja firmaväärtus. (Appraisal Institute, 2008: 29)

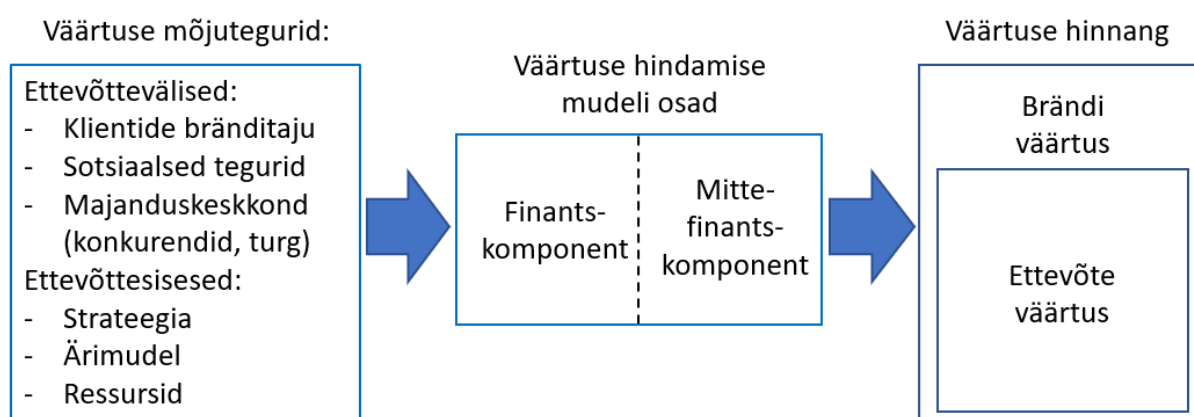
Lähtuvalt väärtuse rahalisest määratlusest, jaguneb väärtus olemuselt finantsväärtuseks ja mittefinants väärtusteks. Enamlevinud finantsväärtused on turuväärtus, õiglane väärtus, kasutusväärtus, investeringuväärtus ning maksustamisväärtus. Turuväärtuse hindamine on kõige levinum, kuid selle definitsioone on erinevaid, näiteks raamatus “Kinnisvara hindamine” on turuväärtus defineeritud järgnevalt: “Kõige tõenäolisem hind, millega antud kuupäeval peaks asjaõigused müüdama raha eest, sellega võrdsetel tingimustel või muudel täpselt avaldatud tingimustel pärast mõistlikku viibimist turul, kus valitseb

konkurents, õiglase tehingu raames, mille puhul ostja ja müüja tegutsevad heauskselt, teadlikult, enda huvides ning sunduseta.” (Appraisal Institute, 2008: 23) Turuväärtus ja õiglane väärtus on sarnased, kuid mitte alati samatähenduslikud. Nimelt kujuneb turuväärtus turul ostu-müügi tingimustes, kuid õiglane väärtus põhineb ekspertide hinnangutel, mis väljendavad ettevõtte võimet tulevikus raha teenida.

Kasutusväärtus väljendab millist väärtust annab kinnisvara seda omavale ettevõttele. Investeeringuväärtus näitab, millise hinnaga oleks konkreetne investor nõus ettevõttesse investeerima. Investeeringuväärtuse hindamine võtab arvesse investori investeerimishõudeid ning neid teadmata ei saa sellist hindamist teha. Kuna antud töös ei ole konkreetset investorit ning keskendutakse hindamisele ettevõtte poolt vaadates, siis investeeringuväärtusele rõhku ei pöörata. Maksustamisväärtust hinnatakse turuväärtuse alusel, kuid need ei ole alati võrdsed. Maksustamisväärtus näitab väärtust maksustamise eesmärgil ning on oluline rahvusvaheliselt tulumaksu kontekstis. (Appraisal Institute, 2008: 22-31) Ülemiste City puhul oleks teatud tingimustel võimalik hinnata kõiki eelmainitud väärtusi. Selles töös aga hinnatakse õiglast väärtust, kuna tegemist on laialdaselt kasutuses oleva väärtuse näitajaga, mis kajastab vara hetkeväärtust. Lisaks on õiglase väärtus oluline potentsiaalsetes müügiotsustades ning see aitab luua ettevõtjal võrdlusmomendi teiste sarnaste ettevõtetega, eelnevat silmas pidades pidas autor õiglast väärtust kõige otstarbekamaks valikuks, et saavutada selge arusaam Ülemiste City väärtusest.

Mittefinants väärtus sisaldab erinevaid komponente, mille üheselt käsitlemine on keerulisem. Väärtuse ettevõttele ja klientidele loovad näiteks maine ja bränd. Brändikapital viitab lisandväärtusele, mis tuleneb brändi nimest, sümbolist ja sellest tulenevatest varadest ning kohustustest, suurendades väärtust ettevõttele ja selle klientidele (Sokołowska et al., 2022: 2). Väärtuse klientidele loovad mõtted ja hoiakud brändi suhtes, mis algavad bränditeadlikkusest, millele järgnevad seosed brändiga, mis mõjutavad klientide suhtumist. See mõjutab ka brändi kinnistumist ja tarbijate pikaajalist suhet brändiga, mida saab “mõõta” emotsionaalse kinnistumise ja kaasatuse tasemega. (Cristea & Munteanu, 2022: 60) Üheks mittefinants väärtuseks on ka sotsiaalne väärtus, mille definitsioon on ajas muutunud ning mida on keeruline üheselt lahti mõtestada. Definitsioonide ühiseks jooneks on keskendumine sellele, kuidas toimuvad muutused indiviidide või rühmade eludes. (Hazenbergh & Paterson-Young, 2022: 14-15). Ülemiste City puhul tähendaks sotsiaalne väärtus, kuidas linnaku olemasolu ning areng mõjutab inimeste elu. Lisaks on oluliseks osaks keskkond, kus ettevõtte asub. Ärikeskkonda käsitletakse kui organisatsiooni sisemiste ja väliste tegurite koostoimet.

See hõlmab nii füüsilisi kui ka sotsiaalseid tegureid organisatsiooni piirides ja nendest väljaspool, mis avaldavad otsesest mõju indiviidide ja rühmade otsustele. Seega mõjutavad mitmesugused jõud organisatsiooni toimimist, olles sageli juhtide kontrolli alt väljas ja pakkudes ettevõtetele nii võimalusi kui kujutada ka potentsiaalseid ohte. Seetõttu nõuab äristrateegiate kujundamine tähelepanu pööramist keskkonnamõjudele, vastasel juhul võivad halvad strateegiad viia ettevõtte languse ja ebaõnnestumiseni. (Oyewobi et al., 2014: 14) Seega ei saa ettevõtte üldjuhul olla edukas üksnes tänu heale äristrateegiale või ressursside juhtimisele. Arvestada tuleb ka ettevõtte väliste teguritega ning mittefinants väärtusega. Eeltoodut iseloomustab joonis 2.



Joonis 2. Väärtust mõjutavate tegurite seosed brändi ja ettevõtte väärtuse hinnanguga

Allikas: Autori koostatud

Nagu eelnevast selgus, siis mõjutavad ettevõtte väärtust oluliselt ka mittefinantsilised tegurid. Antud töös aga võetakse hinnangu andmisel arvesse vaid finantsidel põhinev väärtus. Kuna kõikide mittemateriaalsete osade kaasamine, mis väärtust mõjutavad, läheks antud töö kontekstis liialt mahukaks, siis jäetakse brändi väärtuse hindamisest mittefinants komponendid välja.

1.3. Ettevõtte väärtuse hindamise finantsmudelid

Väärtuse hindamine on hinnangu andmise protsess, mis koosneb mitmest osast. Siin alapunktis antakse ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest ning nende sobivusest linnaku arendamise kontekstis. Praktikas kasutatakse vastavalt vajadusele peamiselt kolme ettevõtte väärtuse hindamise meetodit, nimelt netovara meetod, turumeetod ja tulumeetod.

Netovara meetod hindab ettevõtte väärtust asendusväärtuse põhjal. Ettevõtte väärtuse arvutamisel tuleb varadest maha arvata kohustused. See meetod on küllaltki lihtne ning

tugineb ettevõtte bilansile, mis annab selge struktuuri väärtuse hindamiseks ning vähendab subjektiivsust. Negatiivse poole pealt aga ei arvesta netovara meetod ettevõtte lisandväärtust ega tulevasi sissetulekuid. Seega ei võta meetod arvesse ettevõtte tulevast arengut ega väliseid mõjutajaid, nagu raha ajutine väärtus ja tööstusharu olukord. Samuti jätab arvestama mittefinantsilised tegurid nagu inimressursid, turupositsioon ja lepingud. (Ghiță-Mitrescu & Duhnea, 2016: 2; Liow, 2003: 237) Kuigi meetod on lihtne, siis jätab see välja olulised komponendid Ülemiste City väärtuse hindamiseks. Linnakus on olulisel kohal mittefinants komponendid ning tulevikupotentsiaal, mida netovara meetodis arvesse ei võeta.

Turumeetod, mida nimetatakse ka müügi võrdlus meetodiks, põhineb võrreldavate müügihindade analüüsil, kus iga objekti hind kohandatakse erinevaid omadusi (nt asukoht, füüsiline seisukord, otstarve) arvesse võttes. Turumeetod on nii Rahvusvahelise Hindamisstandardite (IVS) kui ka Euroopa Hindamisstandardite (EVS) üks peamisi viise turuväärtuse leidmiseks. (Cupal, 2017: 977-978) Kuigi turumeetod on laialdaselt levinud, siis ei kasutata seda enamasti eraldiseisvana, vaid koos teiste meetoditega (Arusoo & Liebert, 2019: 17). Turumeetodit peetakse üheks usaldusväärsemaks, eriti kui on palju võrreldavaid objekte. Samas muutub hindamine üha keerulisemaks ja ebatäpsemaks, mida väiksem sarnasus on võrreldavatel objektidel ning mida vähem neid oma hinnangu leidmisesse kaasatakse. (Cupal 2017, 978; Isakson, 2002: 117) Autori arvates sobib turumeetod küllaltki hästi näiteks kinnisvara hindamiseks, kuid seda on keeruline rakendada Ülemiste City linnaku puhul. Ülemiste City-l praktiliselt puuduvad Eestis võrreldavad linnakud. Mujal maailmas asuvad linnakud on täpse hinnangu andmiseks liialt erinevad, kasvõi juba asukoha ning sellest tulenevate mõjude tõttu. Lisaks on teiste linnakute müügitehingutele ja finantsandmetele ligipääs piiratud.

Tulumeetod võtab aluseks tulevasi rahavooge, arvestades ka riske ja jätkusuutlikust (Merriman, 2017: 47). Peamisteks tulumeetoditeks on tulude kapitaliseerimise meetod ja diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF). DCF meetod võtab arvesse tulevasi rahavooge kuni vara müügini, kapitaliseerimismeetodis kasutatakse vaid ühe tegevusaasta puhast tegevustulu. Sellest tulenevalt kasutatakse DCF meetodit rohkem ning lisaks on see ka täpsem. (Archer & Ling, 2008: 219) Lisaks on välja toonud, et DCF meetodit kasutatakse peamiselt selleks, et hinnata monopoli või ainulaadsete omadustega ettevõtete või nende varade väärtust (Arusoo & Liebert, 2019: 19). Eelnevast tulenevalt on autori arvates mõistlikum antud töös tulumeetoditest kasutada DCF meetodit. Kuna meetod tugineb tulevastel rahavoogudel, siis võetakse arvesse ka tulevikupotentsiaali ning oodatavaid

välismõjusid. Samas muudab see hinnangu andmise subjektiivseks ning võib sõltuda hindajast.

Kõigil kolmel väärtuse hindamise mudelil on nii omad positiivsed kui ka negatiivsed küljed. Sõltuvalt olukorrast ja väärtuse hindamise vajadusest leiavad kasutust kõik kolm. Kuna Ülemiste City on pidevalt arenev linnak, siis on oluline arvestada ka tulevikku. Neist kolmest meetodist võimaldab kõige enam lisandväärtust ning tulevikupotentsiaali arvesse võtta DCF meetod. Seetõttu on DCF meetod autori arvates sobivaim linnaku väärtuse hindamise finantsmudel.

2. Brändi väärtuse finantskomponendi hindamine

2.1. DCF mudeli metoodika tutvustus

Antud töö empiirilises osas antakse ülevaade töös kasutatavast metoodikast ning Ülemiste City-st. Analüüsitakse ettevõtte finantstulemusi ja finantssuhtarve perioodil 2018-2022. Seejärel leitakse ettevõtte väärtuse hindamiseks vajalikud sisendid ning tulevased rahavood tuginedes ajaloolistele andmetele. Mainor Ülemiste AS õiglase väärtus leitakse 31.12.2022. seisuga, kasutades tulevaste vabade rahavoogude meetodit. Esmalt arvutatakse kapitali kulukuse määr ning seejärel prognoositakse tulevased rahavood. Vajalikud andmed on võetud Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruannetest ning Ülemiste City kodulehelt leitavast radarist. Arvutuste ja vajalike tabelite koostamiseks kasutati Excelit. Lisaks viiakse läbi sensitiivsusanalüüs, kus antakse ülevaade ettevõtte väärtuse kõikumisest sisendite muutumise korral. Viimaseks tehakse järeldused ning põhjendatakse, miks on ettevõtte väärtus vaid üks osa terviklikust brändi väärtusest.

Ülemiste City brändi väärtuse finantskomponendi hindamiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodit, mille rakendamiseks on vaja teada ettevõtte finantsandmeid. Meetodi kasutamiseks tuleb koguda ning analüüsida uuritava ettevõtte andmestikku, majandusaastaruandeid ning siinses töös ka Ülemiste City radari andmeid. Meetodi kasutamisel on vaja määrata prognoosiperiood, antud töös võetakse selleks 5 aastat.

DCF meetodi rakendamiseks peab esmalt tegema analüüsi ettevõtte andmetest ja majandustulemustest, tähtis on arvesse võtta ka ettevõtte turupositsiooni ja ärimudelit. Seeläbi peaks hindajal tekkima hea arusaam ettevõtte potentsiaalsetest investeringutest ning kuludest ja eripäradest. Seejärel tuleb leida prognoosiperioodi rahavood ja terminaalaasta rahavoog. Rahavoogude mudeleid on erinevaid, kuid antud töös kasutatakse ettevõtte vabade rahavoogude mudelit (FCFF), mis kujutab endast summat, mille ettevõtte suudab teenida oma äritegevuse kaudu. Peamiseks alternatiiviks on FCFE ehk omanikele suunatud vabade

rahavoogude mudel. (Talv & Tooming, 2021: 12). Eestis kehtiva tulumaksusüsteemi puhul avalduvad vabad rahavood ärikasumist, millele lisanduvad põhivara kulum ja allahindlus ning nende summast arvestatakse maha netokäibekapitali muutus ja investeeringud põhivarasse (PwC Eesti, 2021, viidatud Luht 2022: 12 vahendusel) Valemina saab FCFF leidmist kujutada järgmiselt:

$$FCFF = EBIT + DA - \Delta NWC - CAPEX \quad (1)$$

kus $EBIT$ – ärikasum

DA – põhivara kulum ja allahindlus

ΔNWC – investeering puhaskäibekapitali

$CAPEX$ – investeeringud põhivarasse

Enamustes teistes riikides selline valem ei kehtiks. Standardse FCFF valemi puhul tuleks ärikasumit arvestada koos maksudega. Kuna Eestis on maksusüsteem erinev ning ärikasumit ei maksustata, siis jäetakse see osa välja. (Kotkas, 2016: 10) Puhaskäibekapitali leidmiseks tuleb lahutada äritegevuseks vajalikuks käibevarast äritegevusega seotud lühiajalised kohustused. Investeering puhaskäibekapitali väljendub kahe perioodi puhaskäibekapitali erinevusena.

Seejärel tuleb leida kapitali kulukuse määr ehk diskontomäär, mille abil leiame tulevaste rahavoogude nüüdsväärtuse. Kapitali kulukuse määr on leitav WACC mudeliga, kus arvutatakse võõrkapitali ja omakapitali kaalutud keskmine hind. (Talv, 2019: 20)

$$WACC = (W_t \times k_t) + (W_e \times k_e) \quad (2)$$

kus W_t – laenukapitali osakaal kapitali struktuuris

W_e – omakapitali osakaal kapitali struktuuris

k_t – laenukapitali hind

k_e – omakapitali hind

Diskontomäärade leidmise osadeks on laenu- ja omakapitali hinnad, millest omakapitali leidmiseks kasutatakse CAPM mudelit (CAPM – Capital Asset Pricing Model) (Kotkas, 2016: 14).

$$K_e = R_x + \beta \times (R_m - R_x) + R_s + R_{sp} \quad (3)$$

kus	K_e	– omakapitali hind
	R_x	– riskivaba tulumäär
	β	– beeta ehk ettevõtte süstemaatilise riski tase võrreldes turu kui tervikuga
	R_m	– aktsiaturgude oodatav tootlus
	$(R_m - R_x)$	– omakapitali riskipremia
	R_s	– ettevõtte suuruse premia
	R_{sp}	– ettevõttespetsiifiline riskipremia

Riskivaba tulumäär tähendab intressi, mille investor teenib kindlasti tagasi. Riskivaba tulumäärana kasutatakse riikide 10-aastaseid võlakirjade intressimäärasid. Seda põhjusel, et riikide võlakirjade intressimäärasid peetakse riskivabadeks. 10-aastaseid intressimäärasid arvestatakse, sest ka rahavooge prognoositakse ettevõtte väärtuse hindamisel pikema perioodi vältel. (Kotkas, 2016: 14). Kuna Eesti emiteeritud võlakirjad ei ole piisavalt likviidsed ning täielikult riskivabad, siis arvestatakse riskivaba tulumäär kõrgete krediidireitingutega riikide valitsuse võlakirjade hinnast. Eesti puhul on Konkurentsiamet soovitanud kasutada Saksamaa 10-aasaste riigivõlakirjade tulusust (Konkurentsiamet, 2023: 18). Aktsiaturu oodatava tootluse arvesse võtmisel on tulenevalt majandustsüklitest ning vähearenenud ja vähelikviidsest börsist tingitavate takistuste tõttu mõistlik kasutada professor Aswath Damodarani andmebaasi (Damodaran, 2024). Ettevõtte riskitasemega ehk beetakordaja abil väljendatakse ettevõtte riskitaset keskmise aktsiaturu liikumise suhtes. Ka ettevõtte riskitaseme leidmisel on abiks eelmainitud Aswath Damodarani andmebaas. (Talv & Tooming, 2021: 13-14) Beetakordajaid on kahte tüüpi, finantsvõimendusega ja finantsvõimendusega. Omakapitali hinna leidmisel kasutatakse finantsvõimendusega beetat. Siinkohal on oma osa jällegi Eesti maksusüsteemil, nimelt arvestatakse tavapärasel finantsvõimendusega beetakordaja arvutamisel ka maksudega.

Seega on Eesti ettevõtte riskitaseme leidmise valemit vaja tavapärasega võrreldes muuta. Seejuures beeta väiksem kui 1 tähendab, et ettevõtte on turukeskmisest väiksema riskiga ning keskmisest suuremat riski väljendab beeta, mis on suurem kui 1. (Kotkas, 2016: 15)

$$\beta_L = \beta_U \times \left(1 + \frac{D}{E}\right) \quad (4)$$

kus β_L – finantsvõimendusega beetakordaja

β_U – finantsvõimenduseeta beetakordaja

D – laenukohustised

E – omakapital

Viimaks on võimalik arvutada ettevõtte väärtus hindamise hetkel, kasutades eelnevalt leitud komponente. DCF meetodi matemaatiline mudel, arvestades, et prognoosiperioodiks on 5 aastat, on järgnev: (Talv, 2019: 19)

$$EV_h = \frac{FCFF_1}{(1+k)^1} + \dots + \frac{FCFF_5}{(1+k)^5} + \frac{FCFF_5 \frac{(1+k)}{(k-g)}}{(1+k)^5} \quad (5)$$

kus EV_h – hinnatava ettevõtte väärtus

$FCFF$ – prognoosiperioodi rahavoog aastal n

g – rahavoo keskmine aastane kasvutempo pärast prognoosiperioodi lõppu

k – kapitali kulukuse määr ehk diskontomäär

Eraldi tasub välja tuua valemi lõpu, kus on tegemist terminaalkäitumisega. See tähistab prognoosiperioodi lõppu ning väljendab ettevõtte edasiste rahavoogude väärtusi. Terminaalväärtuse leidmiseks kasutatakse siinses töös stabiilse kasvu mudelit, mis võtab eelduseks, et ettevõtte eluiga saab läbi rahavoogude pideva tagasi investeerimise pikendada lõpmatuseni. Terminaalväärtuse arvutamisel kasutatakse majanduse pikaajalist kasvumäära, sest ettevõttel ei ole võimalik kasvada lõputult majanduskasvust kiiremini. (Kotkas, 2016: 11)

DCF meetodi rakendamine on küll pikem protsess kui näiteks netovara või turumeetodil ettevõtte väärtuse hindamine, kuid autor usub, et DCF meetod on antud töö kontekstis kõige sobivam valik. Kuna valitud meetod sisaldab alternatiividest rohkem komponente, siis on eeldada kõige täpsemat tulemust. Samas on selle saavutamiseks vaja teha realistlikud tulevikuprognoosid ning kasutada korrektset diskontomäära.

2.2. Ülemiste City tegevuse ja finantsandmete ülevaade

Ülemiste City näol on tegemist Eesti suurima linnaku ja innovatsioonikeskusega, mis asub Tallinnas Ülemiste linnaosas. See on üks Baltimaade juhtivaid ärikeskusi, kus asuvad nii äri-, teadus- kui ka haridusasutused, mis läbi toimub pidev tehnoloogiline areng ja innovatsioon. Ülemiste City on tuntud oma kaasaegse ja dünaamilise ärikeskkonna poolest, kus tegutsevad nii rahvusvahelised suuretted kui ka idufirmad. Lisaks kontoriruumidele leiab Ülemiste Cityst pea kõik eluks vajaliku, näiteks asuvad seal söögikohad, sportimisvõimalused ja poed. Linnakus on ka mitmed haridusasutused, näiteks Eesti Ettevõtluskõrgkool Mainor. Kõik see loob eelduse edukaks teadus- ja arendustegevuseks ning koostööks äriühingute vahel. Seega on Ülemiste City pidevalt arenev linnak, mille eesmärk on olla juhtiv innovatsioonikeskus mitte ainult Eestis, vaid kogu Baltikumis. (Ülemiste City, n.d.)

Ülemiste City sai alguse aastal 2015 kui Mainor Ülemiste AS juhtfiguuri Ülo Pärnitsa eestvedamisel sündis idee targa äri linna loomiseks. Oluline on siinkohal märkida, et Mainor Ülemiste puhul on tegemist Ülemiste City ainuomaniku ja -arendajaga. Aastast 2010 kuni 2024 aasta veebruarini kuulus umbes kolmandik Ülemiste City arendatavast pinnast Technopolis Ülemistele. Tegemist oli ühisettevõttega, kus 49% osalusest kuulus Mainor Ülemistele ning 51% Soome börsifirmale Technopolis Plc. Koostöö oli Ülemiste City seisukohalt oluline, kuna andis juurde arendusvõimekust. Nüüdseks on Mainor Ülemiste ostnud kõik Technopolis Ülemiste aktsiad ning on peale 15 aastat taas linnaku ainuarendajaks. (Ülemiste City, n.d.)

Ülemiste City linnakus on arendatavat maad umbes 30ha, millest on välja arendatud 167 000m² ulatuses eriotstarbelisi pindasi ning detailplaneeringute järgi peaks sellele lisanduma tulevikus veel 500 000m² pindasi. Nende pindade välja rentimine ongi Ülemiste City peamiseks tuluallikaks. Antud töös aastate jooksul on linnaku arendusse suunatud 300 miljonit eurot, selleks et mõista kui hästi on ettevõtte läinud, tuleb teha põgus analüüs Ülemiste City finantstulemustele viimastel aastatel. (Ülemiste City, n.d.) Järgnevalt toobki autor välja peamised finantsnäitajad, mis on leitud kasutades Mainor Ülemiste aastaaruandeid aastatel 2018-2022. Aastat 2023 ei ole siinkohal arvestatud, kuna töö tegemise ajal ei olnud aastaaruannet veel avaldatud.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks tuleb esmalt teha senist viie aasta tegevust iseloomustavate peamiste finantsnäitajate analüüs, kuhu kaasatakse äritegevusega seotud näitajad, täpsemalt müügitulu, müügikulu ja aruandeaasta puhaskasum. Koostades neid

andmeid kasutades tabeli on lihtne jälgida näitajate nii arvulist kui ka protsentuaalset muutust. Seeläbi saame esialgse ülevaate, kuidas on ettevõtetel viimastel aastatel läinud ja kuidas on arenenud.

Tabel 1

Kasumiaruande näitajad aastatel 2018-2022

Finantsnäitajad	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	8 798 000	10 564 000	11 257 000	13 076 000	16 244 000
Muutus		20,07%	6,56%	16,16%	24,23%
Müügikulu	2 742 000	3 019 000	2 854 000	4 044 000	6 402 000
Muutus		10,10%	-5,47%	41,70%	58,31%
Aruandeaasta kasum	9 334 000	12 102 000	9 394 000	10 267 000	30 400 000
Muutus		29,66%	-22,38%	9,29%	196,09%

Allikas: Mainor Ülemiste aastaaruanded 2018-2022; autori koostatud

Tabeli 1 andmete põhjal on näha, et müügitulu on olnud pidevalt kasvav ning 2022-ks aastaks 2018. aastaga võrreldes pea kahekordistunud. See viitab nõudluse kasvule Ülemiste City poolt pakutavate pindade rentimise järele, samuti teisest küljest Ülemiste City pidevat laienemist ja pakkumisvõime tõusu. Müügitulu kasv aeglustus küll covid-19 kriisi ajal, kuid olukorra stabiliseerudes on aastane kasv juba ületanud pandeemiaeelsed näitajad. Kuna Ülemiste Citys pakutavad üüripinnad on pidevalt arenemas, siis võib eeldada müügitulu tõusu ka järgnevatel aastatel. Eelnevalt mainitud kasvuga on kaasnenud müügikulude tõus, seda veelgi kiirema tempoga kui müügitulud. Näiteks 2022. aastal suurenesid müügikulud tervelt 58,31%. Ka see viitab Ülemiste City laienemisele, kuna seeläbi kulud paratamatult suurenevad, oluliseks muutujaks ongi olnud kinnisvara haldamise kulude kasv. Lisaks on oluline osa olnud energiahindade tõusul, millele viitavad elektrienergia ja soojusenergia kulude kasv nii 2021. kui ka 2022. aastal. Kui vaadata puhaskasumit, siis ei ole müügikulude märgatav kasv liiga palju probleeme tekitanud. Kasum vähenes võrreldes eelneva aastaga vaid 2020. aastal, mida saab samuti covid-19 kriisiga seostada. Samas peab arvesse võtma, et ettevõtte oli ka tol aastal selges kasumis, mis viitab võimele kriisidega toime tulla. Oluliselt paistab silma puhaskasumi muutus 2022. aastal, kuid see pole otseselt seotud müügitulu ja -kuluga. Sel aastal kasvasid märgatavalt tulud kapitaliosaluse meetodil kajastatud

investeeringutest, mis oli seotud osalusega Technopolis Ülemiste AS-s. Samuti saadi kasu kinnisvara õiglase väärtuse hinna muutusest, mis läbi kasvasid muud äritulud. Samas tasub ära märkida, et ka brutokasum, kus eelmainitud hüppelise tõusu tegureid arvesse ei võeta, oli 2022. aastal suurem kui eelneval aastal. Seega võib esmase analüüsi järgselt märkida, et Ülemiste City on olnud viimastel aastatel edukas. Väikese tagasilöögi andis koroonakriis, kuid ka neil aastatel teeniti kasumit. Kõik eelnev viitab sellele, et linnak on toimiv ning sellega kaasneb ka iga aastane kasumi kasv. See annab põhjuse eeldada, et sarnane positiivne trend jätkub ka tulevikus.

Parema ettekujutuse Ülemiste City viimaste aastate finantsseisust võiks anda olulisemate finantssuhtarvude analüüs. See võimaldab mõista kui hästi on suutnud ettevõtte investeringuid ära kasutada ja nendest kasumit teenida, ning annab seeläbi hea arusaama Ülemiste City finantsseisust. Andmed on ettevõtte poolt arvatud ja aastaaruannetes välja toodud.

Tabel 2

Olulisemad finantssuhtarvud 2018-2022

Finantssuhtarvud	2018	2019	2020	2021	2022
Omakapitali puhasrentaablus - ROE	9,7%	11,5%	8,3%	8,4%	21,6%
Vara puhasrentaablus - ROA	5,5%	6,3%	4,5%	4,5%	11,8%
Käibe ärirentaablus	134,9%	140,9%	105,7%	101,3%	204,2%
Käibe puhasrentaablus	106,1%	114,6%	83,5%	78,5%	187,2%
Dividenditase	14,5%	15,0%	11,4%	15,9%	15,4%

Märkus: ROE (%) = puhaskasum / aruandeaasta keskmine omakapital x 100

ROA (%) = puhaskasum / aruandeaasta keskmine vara x 100

Käibe ärirentaablus (%) = ärikasum / müügitulu x 100

Käibe puhasrentaablus (%) = puhaskasum / müügitulu x 100

Dividenditase (%) = makstud dividendid / eelmise aasta puhaskasum x 100

Allikas: Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanded 2018-2022; autori koostatud

Kui tabelis 1 välja toodud andmetes oli näha iga aastast kasvu finantstulemustes, siis finantssuhtarvudega see nii selge ei ole. Kuigi võib märkida, et 2022 tulemused on eelnevatega oluliselt paranenud, siis on see nagu eelpool mainitud, tingitud kapitaliosaluse

meetodil kajastatud investeeringutest ja kinnisvara õiglase väärtuse muutusest. Kuna puhaskasum on võrreldes eelmiste aastatega moonutatud, siis jäetakse see hetkel kõrvale. Vaadeldes aastaid 2018-2021 võime märgata suhtarvude langust. ROE väljendab kasumi ja omakapitali suhet ning kuigi on näha mõningast kõikumist, siis võib öelda, et see on püsinud küllaltki stabiilne. See näitab, et Ülemiste City on suutnud investoritele teenida stabiilset kasumit nende investeeritud kapitali kohta. Ka ROA on püsinud aastate lõikes sarnasel tasemel, mis näitab, et varasid on tulude teenimiseks kasutatud ühtlasel määral. Käibe rentaablused on teinud läbi languse, mis viitab sellele, et kasum on müügitulu suhtes langenud. Dividenditase on stabiilne püsinud, mis on pigem positiivne. See näitab, et Ülemiste City suudab maksta stabiilseid ja jätkusuutlike dividende. Eelnevat arvesse võttes võib küll välja tuua suhtarvude languse, kuid üldplaanis on tegemist siiski korralike näitajatega. Võib väita, et ettevõtte on positiivses seisus ning jätkusuutlik.

2.3. Diskonteeritud rahavoogude meetodil väärtuse leidmine

Järgnevalt hindab autor Mainor Ülemiste kui ettevõtte õiglast väärtust seisuga 31.12.2022. Seda tulenevalt töö kirjutamise hetkel viimati avaldatud aastaaruandest, milles kajastuvad andmed 2022. aastast. Seega kasutatakse hindamisel sisendeid võimalikult väärtuse hindamise kuupäeva lähedase seisuga.

Diskonteeritud rahavoogude arvutamiseks on vaja läbida mitu olulist sammu. Antud töös alustame kapitali kulukuse määra ehk diskontomäära leidmisega, mis on vajalik, et hiljem diskonteerida tulevased vabad rahavood nüüdispuhasväärtuseks. Kapitali kulukuse määra saab leida võttes kaalutud keskmise oma- ja laenukapitali osakaaludest kogu kapitalist. Selleks on vajalik leida laenukapitali hind, mis on arvutatav läbi laenu intressimäärade ning omakapitali hind, mille arvutamiseks kasutame antud töös CAPM mudelit (vt. valem 3). Lisaks on vaja leida omakapitali ja laenukapitali suhe kogukapitali struktuuris.

CAPM mudeli beetakordaja leidmiseks kasutab autor varasemalt mainitud Aswath Damodarani andmebaasi (Damodaran, 2024). Sealt on leitav kolm erinevat varianti kinnisvaraturul osaleva ettevõtte riskitaseme määramiseks, seda olenevalt täpsemast tegevusalast. Nimelt on eraldatud kinnisvaraarendamine, teiseks laiem sektor, mis hõlmab endas nii investeeringuid, haldust kui ka müüki ning kolmandaks kinnisvarateenused ja -operatsioonid nagu näiteks haldamine, rendile andmine ja hooldus. Kuna Ülemiste City näol on tegemist kinnisvaraarendusega ja sejärel selle haldamine ning rent, siis on autori arvates kõige mõistlikum võtta arvesse nii esimese kui ka kolmanda valiku beetakordajad. Nendeks olid 2023. aasta alguse seisuga Euroopa puhul vastavalt 0,51 ja 0,38. Kuna mõlema sektori

osatahtsus on autori hinnangul võrdne, siis on kaalutud keskmine sama mis aritmeetiline keskmine, seega saame need kokku liites ja kahega jagades beetakordajaks 0,445. Eelnevalt leidsime finantsvõimenduse beta, Damodarani pakutavas andebaasis leiduvatel finantsvõimendusega beetakordajatel on arvestatud ka maksukilbiga, mis Eesti ettevõtete puhul ei kehti (Kotkas, 2016: 25). Seega on tarvis finantsvõimendusega beta autoril arvutada, mida tehakse kasutades valemit 4 (vt. valem 4). Läbi laenude ja omakapitali turuväärtuse suhte saadakse ettevõtte finantsvõimenduse tasemeks 0,76. Lisades selle valemisse saadakse beetakordajaks 0,78. Selline tulemus näitab, et Ülemiste City puhul on tegemist turu keskmisest väiksema riskiga ettevõttega.

Lisaks on tarvis leida aktsiaturgude oodatava tootluse ja riskivaba tulumäära vahe. Kui riskivaba tulumäära leidmiseni peagi jõuame, siis oodatavat tootlust leida ei ole tegelikult tarvis. Seda seetõttu, et kahe komponendi vahe väljendab omakapitali riskipremiat. See on samuti leitav Damodarani andmebaasist ning Eesti puhul oli selleks 7,16%, milles sisaldub juba ka Eesti riigiriski preemia. Tavapärasest kõrgemat riskipremiat võib seostada geopoliitilise olukorraga. Teiseks variandiks omakapitali riskipremia leidmisel on võtta Eesti riigiriski preemia ning sellele liita mõne AAA *reitinguga* riigi riigiriski preemia (Koort, 2015: 31). Võttes arvesse USA, siis saaksime täpselt sama tulemuse ehk 7,16%.

Üheks komponendiks omakapitali hinna leidmisel on eelnevas lõigus mainitud riskivaba tulumäär. Eesti puhul ei ole emiteeritud võlakirjad piisavalt likviidsed ning täielikult riskivabad, seega arvestatakse siinsel turul tegutseva ettevõtte puhul riskivaba tulumäär kõrgete krediidireitingutega riikide valitsuse võlakirjade hinnast. Siinkohal kasutame Saksamaa 10-aastaste võlakirjade intressimäära, mis oli 2,5% (MarketWatch, 2023).

Kuigi esmapilgul võib tunduda, et tegemist on suure ettevõttega, siis maailma mastaabis see nii siiski ei ole. Seega tuleks arvestada ka ettevõtte suuruse riskipremiaga. Peek on viinud läbi uuringu, kus võrdleb väikeste ja suurte ettevõtete erinevusi. Tulemustest selgus, et väikeettevõtete aktsiad on keskmiselt olnud tulusamad kui suurettevõtete omad. See viitab asjaolule, et investorid tajuvad väikeettevõtteid riskantsematena ning nõuvad seetõttu suuremat riskipremiat. Uuringule tuginedes võtame Ülemiste City riskipremiaks 3,5%. (Peek, 2014: 9-18) Eeldame, et ettevõttespetsiifilised preemiad antud juhul puuduvad, kuna pole kindlat alust arvamaks, et hinnatav ettevõtte peaks olema teistest kinnisvaraga tegutsevatest ettevõtetes erineva riskitasemega. Leitud tegurid CAPM valemisse sisestades leiame, et omakapitali hinnaks kujuneb 11,62%.

Tabel 3

Omakapitali hinna kujunemine

Komponendid	Määrad
Riskivaba tulumäär	2,50%
Finantsvõimenduse ta beetakordaja	0,445
Kohustiste ja omakapitali suhe	76,00%
Finantsvõimendusega beetakordaja	0,78
Omakapitali riskipremia	7,16%
Väikeettevõtte premia	4,00%
Omakapitali hind	11,62%

Allikas: Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanded 2018-2022; Damodaran, 2024;

MarketWatch, 2024; autori koostatud

Laenukapitali hinna arvutamine on aga antud juhul raskendatud ning võib kujuneda ebatäpseks. Nimelt ei ole autoril võimalik kasutada täpseid intressimäärasid. Kuigi aastaaruandes on märgitud vaid pangalaenude intressimäärad, siis võib eeldada, et ülejäänud kohustiste intressimäärad antud juhul laenukapitali hinda suurel määral ei mõjuta. Seda põhjusel, et pangalaenude osakaal kogu kohustistest on väga kõrge, täpsemalt 96,47%. Pangalaenude intressimäärad on aga esitatud vahemikus euribor + 1,8% - euribor + 4,95%. Kuna laenude suurused erinevad olulisel määral, siis oleks siinkohal tähtis leida laenukapitali hind kaalutud keskmise abil. Kuna seda võimalust autoril ei ole, siis võtame kahe äärmuse keskmise. Arvestame ka aastaaruandes esitatud 6 kuu euriboriga, milleks oli 31.12.2022 2,732% ning seeläbi hindame laenukapitali hinna, milleks võtame 6%.

Eelnevalt läbitud etappide abil on leitud kõik komponendid kapitali kulukuse määra ehk WACC leidmiseks. Võttes arvesse omakapitali ja laenukapitali osakaale saame, et WACC on 9,04%. Ettevõtte on 2022. aasta aruandes esitanud diskontomäära vahemikus 8,8%-9,7%, siinses töös leitud WACC jääb selle sisse. Seega ei näe autor põhjust korrigeerimiseks ning jätkame saadud tulemusega.

Tabel 4

Kapitali kulukuse määra kujunemine

Komponendid	Määrad
Omakapitali osakaal	55,83%
Omakapitali hind	11,62%
Laenukapitali osakaal	42,61%
Laenukapitali hind	6,00%
WACC	9,04%

Allikas: Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2022; autori koostatud

Varasemalt andsime põgusa ülevaate ettevõtte finantsseisust aastatel 2018-2022, millest järeldus, et ettevõtte on olnud heal järjel ning teeninud kasumit kõigil aastatel. Pidevalt kasvanud müügitulu ja -kulu viitavad ettevõtte tegevusmahu suurenemisele. Vabade rahavoogude prognoos põhinebki antud töös eelnevate aastate tulemustel, prognoositakse ärikasumit, põhivara kulumit, netokäibekapitali muutust ning investeeringuid põhivarasse.

Tabel 5

Ärikasum aastatel 2018-2022

Komponendid	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	8 798 000	10 564 000	11 257 000	13 076 000	16 244 000
Tulud	5 463 000	8 807 000	5 644 000	5 281 000	13 860 000
investeeringutelt					
Muud äritulud	2 811 000	947 000	1 039 000	2 246 000	13 198 000
Müügikulu	-2 742 000	-3 019 000	-2 854 000	-4 044 000	-6 402 000
Turustuskulud	-185 000	-191 000	-220 000	-221 000	-285 000
Üldhalduskulud	-2 257 000	-2 208 000	-2 947 000	-3 072 000	-3 429 000
Muud ärikulud	-15 000	-11 000	-18 000	-18 000	-16 000
Ärikasum	11 873 000	14 889 000	11 901 000	13 248 000	33 170 000

Märkus: Tulud investeeringutelt = Tulu kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringutelt

Allikas: Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanded 2018-2022; autori koostatud

Ärikasumi prognoosimisel alustame müügitulust, mille ettevõtte on aastaaruandes jaganud kaheks- müügitulud kliendilepingutest ning renditulud. Lisaks on aastaruandest

leitav, millistest osadest eelnevalt mainitud tulud koosnevad. Kuigi kõikide komponentide analüüs võib anda täpsema tulemuse, siis nende hulgas suuremaid kõikumisi, mis võiks prognoosi mõjutada, ei ole täheldatud. Seega lähtume antud juhul kliendilepingutest ning rendist.

Tabel 6

Müügitulude jaotus 2018-2022

Komponendid	2018	2019	2020	2021	2022
Kliendilepingud	2 464 000	2 886 000	2 791 000	4 151 000	6 740 000
Rent	6 334 000	7 678 000	8 466 000	8 925 000	9 504 000
Müügitulu kokku	8 798 000	10 564 000	11 257 000	13 076 000	16 244 000

Allikas: Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanded 2018-2022; autori koostatud

Märgatav kasv kliendilepingutest saadavatest tuludes on toimunud peale 2020. aastat, mis on tingitud Lurichi maja valmimisest. Tegemist on 8-korruselise büroohoonega ning 13-korruselise majutushoonega. Kuna ka 2022. aasta IV kvartalis valmis uus büroohoone, Alma Tominga Maja, siis 2023. aastaks eeldame sarnast kasvu nagu perioodil 2020-2022. Sel ajavahemikul oli aastaseks kasvuks 70,75%. Kuna aga tegemist on sarnast tüüpi hoonetega, mille arvelt kliendilepingutest saadava tulu tõus on ühekordne, siis ei arvestata siinkohal kasvu eksponentsiaalselt. Antud juhul eeldame, et tõus jääb samasse suurusjärku nagu kahel eelneval aastal, seega võtame nende kasvude aritmeetilise keskmise. Seejärel võib aga oodata kliendilepingutest saadava aastase tulukasvu stabiliseerumist ning selle muutust hindame aastate 2018-2021 abil. Kogukasv antud perioodil oli 73,13%, mis teeb aastaseks kasvuks 24,38%. Kuna ajavahemiku kõrget kasvu mõjutab 2021. aasta tulude märgatav suurenemine, siis võib oodata kliendilepingutest saadavate tulude märgatavalt aeglasemat tõusu, seega kasutame prognoosis kasvu 15%. Renditulud on 2018-2022 kasvanud üsna stabiilsena, kokku 50,05%. Aasta keskmiseks kasvuks teeb see 12,51%. Rendikulude prognoosimisel ei näe autor vajadust renditulude kasvu kohandada ning jätkame sarnase kasvuga nagu eelnevatel aastatel.

Tabel 7

Müügitulude prognoos 2023-2027

Komponendid	2023	2024	2025	2026	2027
Kliendilepingud	9 452 000	10 869 800	12 500 270	14 375 311	16 531 607
Rent	10 693 125	12 031 032	13 536 336	15 229 981	17 135 532
Müügitulu kokku	20 145 125	22 900 832	26 036 606	29 605 291	33 667 139

Allikas: Autori koostatud

Tulu kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringutelt oli seotud osalusega ettevõttes Technopolis Ülemiste. Tänapäevaks on Mainor Ülemiste välja ostnud kõik Technopolis Ülemiste aktsiad, kuid hetkel arvestame, et seda ei tehtud ning seal omatakse jätkuvalt osalust. Ülemiste City kasumiaruandes on tulu kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringutelt enamustel aastatel tingitud Technopolis Ülemiste omakapitali kasvust. Lisaks on Technopolis Ülemiste AS aktsionärid sõlminud lepingu, kus Mainor Ülemiste AS-l on müügioptsiooni õigus. Mis tähendab, et Mainor Ülemiste AS-l on õigus nõuda, et Technopolis Holding OYJ ostaks Mainor Ülemiste AS-le kuuluvad aktsiad (Aastaruanne). Seda optsiooni on kasutatud 2019. ja 2021. aastal. Kui nii aastatel 2018, 2020 ja 2021 jäi tulu küllaltki sarnaneks ning kokkuvõttes langes, siis 2019 ja 2022 on selged erandid. 2019. aastat saab selgitada juba varem mainitud aktsiate müügiga ning 2022. aastal suurenes olulisel määral Technopolis Ülemiste omakapital. Prognoosi tegemisel arvestati dividendide aastakeskmise kasvu, milleks saadi 5,34%.

Tabel 8

Tulude prognoos kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringutelt

Komponendid	2023	2024	2025	2026	2027
Dividendid	1 574 786	1 658 830	1 747 359	1 840 613	1 938 844
Osaluse muutus	3 531 087	3 743 165	3 967 755	4 205 820	4 458 169
Aktsiate müük	1 960 000	0	0	0	0
Kasum	7 065 872	5 401 995	5 715 114	6 046 434	6 397 014

Allikas: Autori koostatud

Lisaks prognoositi Technopolise omakapitali kasvu, millest jätsime välja 2022. aasta ning saime 2018 – 2021 kogukasvuks 23,16%, peale suurt omakapitali kasvu 2022. aastal

võib aga eeldada aeglustumist. Seega võtame aasta keskmiseks kasvuks 6%, mille abil oli võimalik leida Mainor Ülemiste osalus (49%) järgnevatel aastatel. Viimasest aastaaruandest selgub, et ka 2023 teeniti tulu aktsiate tagasimüügist. Eeldame, et edaspidi aktsiate tagasimüüki ei toimu.

Muude äritulude suurus on olnud irregulaarne, märgatav kasv 2022. aastal on tingitud kinnisvarainvesteeringute ümberhindlusest. Kuna ümberhindlus on tehtud pärast viimaste büroofoonete valmimist ning järgnevatel aastatel nii olulisi kinnisvaraarendusi kavas ei ole, siis eeldame, et edaspidi sel viisil olulist tulu ei teenita. Viimastel aastatel on tulu teenitud ka EAS sihtrahastusest, leppetrahvidest ning põhivara müügist. Nendest saadud kasu on aga olnud kogutulude suhtes väike ning aastate lõikes ebaühtlane. Ebamäärasusest tingituna ei ole võimalik objektiivselt muid äritulusid prognoosida, seega eeldame, et need aastatel 2023-2027 puuduvad.

Müügikulud on seotud müügituluga ning viimase kasvuga kaasneb mõlemate tõus. Sellest lähtuvalt prognoosime müügikulude tõusu läbi eelneva perioodi seosega ärituludesse. Keskmiselt on müügikulud moodustanud müügituludest 31,09%. Keskmisele jäävad lähedale nii 2018, 2019 kui ka 2021 osakaalud, eranditeks olid 2020. ja 2022. aasta. Suurt osa müügikuludest on mõjutanud energia hind, mis oli 2022. aastal oluliselt kõrgem kui varasemalt, mis väljendus ka müügikuludes. 2020. aastal aga vastupidiselt olid kulutused energiale väiksemad. Eeldame, et energiahind on stabiliseerunud ning jääb tulevastel aastatel samasse suurusjärku nagu kolmel normaalaastal, mis läbi jääb ka müügikulude proportsioon müügituludest samaks. Seega kasutame prognoosimisel varasemalt leitud osakaalu.

Turustuskuludesse kuuluvad reklaamikulu ning osa tööjõukulust. Eeldame, et kasv jätkub, kuid mitte eksponentsiaalselt. Prognoosimisel kasutame eelmise 5 aasta keskmist kasvu, milleks on 25 000€. Muud ärikulud on jäänud läbi aastate sarnasele tasemele, keskmiselt 15 600€, kuna viimasel kolmel aastal on muud ärikulud olnud sellest kõrgemad, siis ümardame selle ülesse 16 000€-ks.

Üldhalduskulude suurimad osad on olnud teine osa tööjõukuludest (osa on kantud turustuskuludesse) ning juriidilised-, arendus-, konsultatsiooni- ja muud kulud. Kulud on kasvanud alates 2019 aastast, sellele eelneval aastal oli suur kulu ebatõenäoliselt laekuvatest arvetest. Seetõttu jäetakse keskmise kasvu leidmisel 2018. aasta välja. Järgnevatel aastatel oluliselt suurem tõus toimus 2020. aastal, mistõttu kasutame prognoosimisel aastakeskmist kasvutempot, mis on leitud aastatest 2020-2022, milleks on 8,18%. Täpsema tulemuse saamiseks võib prognoosida üldhalduskulude komponente ka eraldi, sest näiteks tööjõukulud

on osadel aastatel vähenenud, mis aga ei ole üldist kasvu mõjutanud. Siinses töös seda aga ei tehta, kuna üldhalduskulude puhul on viimastel aastatel välja kujunenud selge kasvujoon ning autori arvates annab antud juhul keskmise kasvutempo kasutamine piisavalt objektiivse tulemuse.

Tabel 9

Ärikasumi prognoos 2023-2027

Komponendid	2023	2024	2025	2026	2027
Müügitulu	20 145 125	22 900 832	26 036 606	29 605 291	33 667 139
Tulud investeeringutelt	7 065 872	5 401 995	5 715 114	6 046 434	6 397 014
Muud äritulud	0	0	0	0	0
Müügikulu	-6 262 549	-7 119 220	-8 094 043	-9 203 447	-10 466 160
Turustuskulud	-310 000	-335 000	-360 000	-385 000	-410 000
Üldhalduskulud	-3 709 417	-4 012 766	-4 340 922	-4 695 915	-5 079 938
Muud ärikulud	-16 000	-16 000	-16 000	-16 000	-16 000
Ärikasum	16 913 032	16 819 841	18 940 754	21 351 363	24 092 055

Märkus: Tulu investeeringutelt = Tulu kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringutelt

Allikas: Autori koostatud

Prognoositava perioodi ärikasum on pikemas perspektiivis kasvav. Kuna 2022. aastal saadi suuri ühekordseid tulusid, siis langeb ärikasum 2023. aastal suurel määral. Järgneval aastal eeldame samuti väiksemat ärikasumit, kuid seejärel peaks prognooside järgi taastuma tavapärane kasvutempo.

Tulevaste rahavoogude leidmiseks on vaja hinnata ka põhivarade amortisatsioonikulu. Mainor Ülemiste ei ole kasumiaruandes seda eraldi välja toonud, seega kasutame andmeid rahavoogude aruandest. Ei ole teada, mis täpsemalt põhivarade loendisse kuuluvad. Amortisatsioonimäärad on toodud suurte vahemikkudena, nimelt masinatele ja seadmetele 5-20% aastas, muule inventarile 20-33% aastas ning immateriaalsele varale samuti 20-33% aastas. Eelnevast tingituna ei ole antud juhul võimalik täpset analüüsi põhivaradele teha ning eeldame, et kulum muutub sarnaselt eelnevatele aastatele. Kuigi immateriaalsete põhivarade amortisatsioonikulud tõusid aastatel 2018-2021, siis 2022 need kahanesid. Seega ei ole konkreetset joont, millest prognoosis lähtuda, antud juhul eeldame, et tulevased kulud on

samad, mis 2022. aastal. Materiaalsete põhivarade puhul on täheldada iga aastast tõusu, keskmiselt 12 250€ aastas ning seda kasutamegi prognoosimisel.

Puhaskäibekapital on perioodil 2018-2022 kõikunud väiksel määral. Kasv toimus 2019. aastani, misjärel puhaskäibekapital aga langes. Selle võib seostada covid-19 pandeemiaga ning selle järelmõjudega. Selle tulemusena lõpetati büroopindade rendilepinguid, mis viis puhaskäibekapitali languseni. Seejärel on toimunud kasv keskmiselt 3,5% aastas, mida eeldame ka tulevikus.

Tabel 10

Investeeringud puhaskäibekapitali 2018-2022

Komponendid	2018	2019	2020	2021	2022
Nõuded	10 483 000	9 507 000	10 041 000	10 647 000	11 220 000
Raha ja raha ekvivalendid	9 620 000	12 937 000	9 576 000	12 927 000	10 832 000
Võlad hankijatele ja muud võlad	1 894 000	3 413 000	1 998 000	5 599 000	3 200 000
NWC	18 209 000	19 031 000	17 619 000	17 975 000	18 852 000
NWC muutus		822 000	-1 412 000	356 000	877 000

Allikas: Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanded 2018-2022; autori koostatud

CAPEX ehk investeeringud põhivarasse koosnevad investeeringutest materiaalsesse ja immateriaalsesse põhivarasse ning kinnisvarainvesteeringute soetusest ja parendusest. Mainor Ülemiste puhul moodustavad just kinnisvarainvesteeringud peamise osa investeeringutest põhivarasse. 2018-2021 on investeeringud põhivarasse vähenenud, seejärel toimus hüppeline kasv. Täpsema tulemuse saamiseks oleks vaja teada ettevõtte tulevikuplaane, mida antud hetkel kasutada ei ole. Tuleb leppida ajalooliste andmete kasutamisega ning teadmise, et pidev kinnisvarasse investeerimine on Ülemiste City puhul kindel. Prognoosimisel eeldame, et edaspidi on oodata varasemaga sarnast mustrit. Seega eeldame peale 2022. aastal tehtud suure investeeringu järel sarnast langust nagu aastatel 2018-2021 ehk -15,42% aastas. Kuna aga investeeringud põhivarasse pole pikemat aega langenud alla 9 000 000€, siis arvestame 2027. aastaks sama investeeringut nagu eelneval aastal.

Tabel 11

Vabade rahavoogude prognoos 2023-2027

	2023	2024	2025	2026	2027
Ärikasum	16 913 032	16 819 841	18 940 754	21 351 363	24 092 055
Põhivara kulum	167 250	179 500	191 750	204 000	216 250
NWC muutus	659 643	682 725	706 614	731 339	756 929
Investeeringud	15 316 291	12 954 980	10 957 711	9 268 362	9 268 362
põhivarasse					
FCFF	1 104 347	3 361 637	7 468 179	11 555 663	14 283 014

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb tulevased rahavood diskonteerida praeguseks väärtuseks, kasutame selle jaoks varasemalt leitud kapitali kulukuse määra 9,04%. Terminaalaastaks võtame prognoosiperioodi viimase aasta ehk 2027, oluline komponent seejuures on pikaajaline kasvumäär. Antud juhul kasutati peale prognoosiperioodi lõppu aastase kasvumäärana majanduskasvu, milleks arvestame tuginedes Rahandusministeeriumi prognoosidele 2% (Rahandusministeerium, 2024). Liites diskonteeritud rahavood omavahel saame Ülemiste City väärtuse Mainor Ülemiste AS-le, mis on arvatud läbi tulevaste rahavoogude. Tulemuseks on 170 479 142€. Kuna ettevõtte omab ka veel välja arendamata maad, siis tuleks arvestada ka nende tulevikupotentsiaaliga. Selle väärtuse hindamiseks sobiks reaaloptsoonide meetod, kuid siinses töös selle arvutamist läbi ei tehta. Aastaruandes on välja toodud, et läbi ehitusõiguse leitud kinnisvara väärtus on 30 350 000€. Liites eelnevalt leitud tulemuse arenduspotentsiaaliga maade väärtusega saame terviklikuks Mainor Ülemiste AS väärtuseks 200 829 142€.

2.4. Sensitiivsusanalüüs ja järeldused

Mõistmaks, kuidas ettevõtte väärtus muutub sõltuvalt diskontomäärast ja pikaajalisest kasvumäärast viime läbi sensitiivsusanalüüsi. Siinse töö kontekstis on see eriti oluline, kuna laenukapitali hinda ei olnud võimalik detailse algandmestiku puudumise tõttu korrektselt arvutada. Seeläbi võib kasutatud WACC olla tegelikkusest suurem või väiksem. Lisaks ei pruugi pikaajaline ettevõtte kasvumäär olla täielikult vastavuses majanduskasvu omaga. Arvutustes kasutame kasvumäära muutusi 0,25 protsendipunkti võrra ning diskontomäära muutusi 0,5 protsendipunkti võrra.

Tabel 12.

Ettevõtte väärtuse sõltuvus pikaajalisest kasvumäärast ja diskontomäärast

	7,54%	8,04%	8,54%	9,04%	9,54%	10,04%	10,54%
1,25%	198 290 062	182 395 353	168 685 658	156 674 286	146 241 197	136 941 025	128 646 692
1,50%	205 317 421	188 297 011	173 698 689	160 970 878	149 962 186	140 185 249	131 494 415
1,75%	212 951 634	194 667 800	179 080 869	165 562 041	153 922 006	143 625 144	134 504 126
2,00%	221 274 854	201 565 971	184 874 530	170 479 143	158 144 413	147 278 962	137 690 049
2,25%	230 384 769	217 230 050	191 128 736	175 758 170	162 656 423	151 167 300	141 068 127
2,50%	240 398 445	217 230 050	197 900 675	181 440 610	167 488 889	155 313 486	144 656 284
2,75%	251 457 390	226 172 492	205 257 410	187 574 542	172 677 205	159 744 047	148 474 746

Märkus: Vasakpoolne tulp tähistab pikaajalisi kasvumäärasid, ülemine rida tähistab diskontomäärasid. Rohelisega on märgitud arvutustes kasutatud määradega tulemus, kollasega tõenäolisemad muutused.

Allikas: Autori koostatud

Eelnevalt leitud ettevõtte väärtuses kasutati diskontomäärana 9,04% ning pikaajalise kasvumäärana 2%. Diskonteeritud rahavoogude meetodil kujunes väärtuseks 170 479 142€. Sensitiivsusanalüüsi ei ole kaasatud läbi ehitusõiguse leitud kinnisvara väärtust, kuna see ei ole autori poolt arvatud ning võib seeläbi analüüsi täpsust negatiivselt mõjutada. Erinevus suurima ja väiksema väärtushinnangu vahel on sisendite väärtuste muutuse tulemusel umbes kahekordne. See ilmestab hästi kui oluline on leida ja kasutada võimalikult täpseid sisendite väärtuseid ehk pikaajalist kasvu- ja diskontomäära. Analüüsis tasub aga keskenduda peamiselt kalkuleeritud väärtuse hinnangu lähedale jäävatele arvudele, sest tõenäoliselt püsivad sisendid ikkagi sarnasel tasemel, mida on kasutatud ka varasemates kalkulatsioonides. WACC-i muutus avaldab ettevõtte väärtusele suuremat mõju kui pikaajalise kasvumäär muutus. Kasvumäär 0,25 protsendipunktiline muutus toob vaadeldavas alas nii kasvades kui kahanedes kaasa umbes 5 000 000€ muutuse, mis osakaaluna väärtusest on küllaltki väike. WACC muudab seevastu tulemust oluliselt rohkem. Diskontomäär muut võib olla tingitud näiteks varem mainitud laenukapitali hinna ebakorrektest hindamisest. Nimelt kaasneb laenukapitali hinna muutumisega samasuunaline muutus diskontomääras. Juhul kui WACC oleks 2% pikaajalise kasvumäär juures 0,5 protsendipunkti madalam, tõuseks väärtus 8,4%. Vastupidises stsenaariumis kaasneks WACC tõusuga väärtuse langus 7,2%.

Antud töös andis autor hinnangu Mainor Ülemiste AS õiglasele väärtusele põhinedes ettevõtte avalikele finantsandmetele ning sai ettevõtte väärtuseks 200 829 142€. Ettevõtte väärtuse leidmiseks kasutati FCFF meetodit, mis andis autori arvates realistliku tulemuse. Seega võib väita, et linnaku väärtuse hindamiseks on see sobilik meetod. Linnaku väärtust mõjutavateks teguriteks on keskmine kapitalikulukuse määr, mis tuleneb oma- ja laenukapitali hindadest ning osakaaludest. Lisaks sõltub linnaku väärtus selle võimest tulevikus rahavooge genereerida, mis antud juhul on suuresti sõltuv müügitulust ning investeeringutest kinnisvarasse. Siinkohal tuleks tagasi mõelda ka töö esimesele osale, kus on välja toodud, et ettevõtte terviklikuks väärtuse hindamiseks tuleb arvestada ka brändi poolt tekitatava lisandväärtusega. Enamus tuntumatest brändi väärtuse hindamist pakuvad ettevõtted (Interbrand, Kantar BrandZ, Brand Finance) arvestavad ühel või teisel moel lisaks finantskomponendile ka brändi poolt tekitatava väärtuse komponendiga. Mittefinantsilised tegurid nagu näiteks kliendi rahulolu, brändiga seostatav kvaliteet ja brändi tunnus avaldavad mõju nii ettevõtte kui brändi väärtuse kujunemisele. Mittefinantstegurite ja töös leitud finantskomponendi väärtuse ühendamine on keerukas, kuid võimaldaks brändi väärtuse terviklikku hindamist. Siinses töös hinnatud brändi väärtuse ühe osa ehk finantskomponendi väärtus on selleks heaks lähtealuseks.

Kokkuvõte

Antud töö eesmärgiks oli anda hinnang ettevõtte brändi väärtuse finantskomponendile Ülemiste City linnaku näitel. Selle eesmärgini aitasid jõuda uurimisküsimused: kuidas linnaku väärtust hinnata ning millised tegurid mõjutavad Ülemiste City linnaku väärtust? Eesmärgini jõudmiseks püstitati toetavad uurimisülesanded. Esmalt mõtestati lahti, millest koosneb ettevõtte väärtus ning tutvustati erinevaid hindamise põhimõtteid. Seejärel võrreldi erinevaid väärtuse hindamise mudeleid, et leida Ülemiste City linnaku hindamiseks sobivaim.

Ettevõtte ja selle brändi väärtuse hindamine on oluline osa ettevõtte jätkusuutlikkuse tagamiseks ja aitab juhte otsuste ning tulevikuplaanide tegemisel. Väärtus on lai mõiste, millel on mitmeid erinevaid vasteid ning sellepärast on oluline see enne hindamist enda jaoks täpselt lahti mõtestada. Oluline oli mõista, et väärtus koosneb erinevatest tasanditest – bränd, ettevõtte, kliendid ja talendid. Antud töös oli vaja väärtuse täpsemaks defineerimiseks eraldada ka erinevad kihid, milleks olid Ülemiste City kui bränd, Mainor Ülemiste AS ettevõtte ning ettevõtte kinnisvara objektid. Töös käsitleti Ülemiste City väärtust ettevõttele Mainor Ülemiste AS, mis hõlmab endas ka sealset kinnisvara. Brändi väärtust mõjutavad nii mittefinantsilised kui finantsilised tegurid. Tervikliku tulemuse saamiseks tuleks analüüsida

mõlemaid, millele viitavad ka tuntud brändi väärtuse hindajate meetodid. Pea kõik neist kasutavad hindamisel nii finantskomponenti kui ka mittefinantsteguritest mõjutatud komponenti. Brändi väärtust mõjutavad lisaks finantstulemustele näiteks brändi tuntus, seostamine kvaliteediga ning üldine klientide rahulolu. Antud töös anti lühike ülevaade mittefinantsilistest väärtustest, kuid hindamisel võeti arvesse eelkõige finantsidel põhinev ettevõtte väärtus, sest kõikide mittefinantsiliste osade kaasamine oleks selle töö kontekstis läinud liialt mahukaks. Töös analüüsiti netovara meetodit, turumeetodit ja tulumeetodit. Kõik kolm on teatud olukordades rakendatavad, kuid antud juhul oleks netovara meetod jäänud liialt pealiskaudseks ning turumeetodi kasutamisel oleks tarvis olnud võrreldavaid ettevõtteid, mida aga Eestis ei ole. Seega kasutati DCF tulumeetodit, mis tugineb tulevaste rahavoogudel. Seeläbi võeti töös arvesse ka tulevikupotentsiaali ning oodatavaid välismõjusid. Selline meetod oli autori arvates sobivaim väärtuse hindamise finantsmudel Ülemiste Cityle, kuna tegemist on pidevalt areneva linnakuga ja seetõttu on oluline arvestada ka tulevikku.

Töö empiirilises osas anti esmalt ülevaade diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte väärtuse hindamise meetodist. Rahavoogudel põhinevatest mudelitest on peamiselt kasutatavad FCFF mudel ning FCFE, siinses töös kasutati neist esimest. FCFF väljendub summas, mille ettevõtte suudab teenida läbi äritegevuse. Seejärel analüüsiti Mainor Ülemiste AS peamiseid finantsnäitajaid ning finantssuhtarve. Kuigi suhtarve vaadates ei olnud ettevõtte pidev kasv nii selge kui kasumit arvestades, siis sai ikkagi väita, et tegemist on tuluteeniva ning jätkusuutliku ettevõttega. Analüüsiks vajalikud andmed saadi ettevõtte majandusaasta aruannetest ning Ülemiste City radarist. Seejärel kasutati eelmainitud analüüsi ning töös välja toodud valemeid ettevõtte väärtuse hindamiseks. Esmalt läbi omakapitali ja laenukapitali hindade ettevõtte keskmine kapitalikulukuse määr, milleks saadi 9,04%. Tuginedes 2018-2022 aastate andmetele prognoositi vabasid rahavooge aastatel 2023-2027. Tulevaste rahavoogude diskonteerimisel ja pikaajalise kasvumäära 2% arvesse võtmisel leidsime Ülemiste City õiglase väärtuse Mainor Ülemiste AS-le 31.12.2022. seisuga, milleks on 200 829 142€. Sensitiivsusanalüüsist selgus, et pikaajalise kasvumäära muutumine ei mõjuta protsentuaalselt ettevõtte väärtust suurel määral. Kapitali keskmise kulukuse määra muutumine seevastu toob kaasa väärtuse olulise muutuse.

Töös leitud ettevõtte väärtus on vaid osa brändi väärtusest. Terviklikuks brändi väärtuse arvutamiseks tuleks lisada ka mittefinantskomponendid. Sellegi poolest on antud töö aluseks, et arvutada seejärel brändi väärtus.

Viidatud allikad

1. Aak, L. (2004). *Brändide väärtuse hindamine ja selle arenguvõimalused Eestis*. [Magistritöö, Tartu Ülikool]
2. Alver, J., & Alver, L. (2011). *Majandusarvestus ja rahandus leksikon I osa*. Tallinn: Deebet OÜ
3. Alver, J., & Alver, L. (2011). *Majandusarvestus ja rahandus leksikon II osa*. Tallinn: Deebet OÜ
4. Archer, W. R., & Ling, D. C. (2008). *Real Estate Principles: a Value Approach* (2nd ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
5. Arusoo, L., & Liebert, K. (2019). *Kinnispandi väärtus kui alternatiiv kinnisvara turuväärtuse hindamisele laenu põhisel finantseerimisel*. [Magistritöö, Tartu Ülikool]
6. Blake, Michael. (2016). Valuing Early Stage Technology Firms. M. C. Thursby (toim), *Technological Innovation: Generating Economic Results (Advances in the Study of Entrepreneurship, Innovation & Economic Growth, Volume 26)* (311-340). Bingley: Emerald Group Publishing
7. Cristea, A., & Munteanu, C.-C. (2022). *A holistic perspective on brand equity measurement methods*. *Business Management Dynamics*, 11(7), 58-82.
8. Cupal, M. (2017). Sales Comparison Approach Indicating Heterogeneity of Particular Type of Real Estate and Corresponding Valuation Accuracy. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 65(3), 977–985.
<https://doi.org/10.11118/actaun201765030977>
9. Damodaran Online andmebaasid. (2024). Kasutatud 03.05.2024,
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
10. Ghiță-Mitrescu, S., & Duhnea, C. (2016). The Adjusted Net Asset Valuation Method – Connecting the dots between Theory and Practice. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, 16(1), 521-526.
11. Haigh, R. (2021, 26. jaanuar). How We Value the Brands in Our Annual Rankings. Retrieved from <https://brandfinance.com/insights/methodology-brands-annual-rankings>
12. Hazenberg, R., & Paterson-Young, C. (2022). The Development of Social Impact Measurement. R. Hazenberg & C. Paterson-Young (toim), *Social Impact Measurement for a Sustainable Future: The Power of Aesthetics and Practical Implications* (13-25). London: Palgrave Macmillan.

12. Huang, J. (2015). A Review of Brand Valuation Method. *Journal of Service Science and Management*, 8(1), 71-76. <https://doi.org/10.4236/jssm.2015.81008>
13. Interbrand. (n.d.). Best Global Brands 2021: Methodology. Retrived from <https://interbrand.com/thinking/best-global-brands-2021-methodology/>
14. Isakson, H. (2002). The Linear Algebra of the Sales Comparison Approach. *Journal of Real Estate Research*, 24(2), 117–128. <https://doi.org/10.1080/10835547.2002.12091090>
15. Kantar BrandZ (2023). Kasutatud 09.01.2024, <https://www.kantar.com/campaigns/brandz/global>
16. Kirk, C., Ray, I., & Wilson, B. (2013). The Impact of Brand Value on Firm Valuation: The Moderating Influence of Firm Type. *Journal of Brand Management*, 20(6), 488-500. <https://doi.org/10.1057/bm.2012.55>
17. Konkurentsiamet. (2023). Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Retrived from <https://www.konkurentsiamet.ee/media/122/download>
18. Koort, O. (2015). *Ettevõtte hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil TM Paber OÜ näitel*. [Bakalaureusetöö, Tallinna Tehnikaülikool]
19. Koseoglu, S. D., & Almeany, S. S. A. (2020). Introduction to Business Valuation. S. D. Koseoglu (toim), *Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses* (1-23). Pennsylvania: IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-1086-5.ch001>
20. Kotkas, K. E. (2016). Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil Loodusravi Kliinik OÜ näitel. [Bakalaureusetöö, Tartu Ülikool]
21. Liow, K. H. (2003). Property Company Stock Price and Net Asset Value: A Mean Reversion Perspective. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 27(2), 235-255. <https://doi.org/10.1023/A:1024780404907>
22. Luht, J. (2019). *Väärtuspõhine hinnastamine Eesti päikeseenergia valdkonna ettevõtete näitel*. [Magistritöö, Tartu Ülikool]
23. Luht, K. (2022). *Ettevõtte väärtuse hindamine Metallix-Puit OÜ näitel*. [Bakalaureusetöö, Eesti Ettevõtluskõrgkool Mainor]
24. Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2018.
25. Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2019.
26. Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2020.
27. Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2021.

28. Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2022.
29. Mainor Ülemiste AS majandusaasta aruanne 2023.
30. MarketWatch kodulehekülj. (2024). Kasutatud 02.05.2024,
https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmbmkde-10y/download-data?countrycode=bx&mod=mw_quote_tab
31. Merriman, K. K. (2017). *Valuation of Human Capital: Quantifying the Importance of an Assembled Workforce*. London: Palgrave Macmillan
32. Miciuła, I., Kadhubek, M., & Stepień, P. (2020) Modern Methods of Business Valuation—Case Study and New Concepts. *Sustainability*, 12(7), 1-22.
33. Oyewobi, L. O., Windapo, A. O., & Rotimi, J. O. B. (2013). The effects of business environments on corporate strategies and performance of construction organisations. S. D. Smith & D. D. Ahiaga-Dagbui (toim), *Proceedings 29th Annual ARCOM Conference* (lk 691-701), Reading: Association of Researchers in Construction Management.
34. Peek, E. (2014). A Study of Differences in Returns between Large and Small Companies in Europe. *SSRN Electronic Journal*. (1-56). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2499205>
35. Raamatupidamise toimkond. (2017). RTJ 5 Materiaalsed ja immateriaalsed põhivarad. Retrived from <https://www.fin.ee/finantspoliitika-valissuhted/arvestusvaldkond/raamatupidamise-toimkond>
36. Rahandusministeerium. (2024). Rahandusministeeriumi pikaajaline majandusprognoos kuni 2070. Retrived from <https://www.fin.ee/riigi-rahandus-ja-maksud/fiskaalpoliitika-ja-majandus/rahandusministeeriumi-majandusprognoos>
36. Sokołowska, E., Pawlak, K., Hajduk, G., & Dziadkiewicz, A. (2022). City brand equity, a marketing perspective. *Cities*, 130, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.cities.2022.103936>
37. Talpsepp, T. (2021). Kui palju on teie firma väärt – kuidas käib ettevõtte väärtuse hindamine. Retrived from <https://www.pwc.com/ee/et/press/artiklid/kui-palju-on-teie-firma-vaeart--kuidas-kaeib-ettevotte-vaeartu.html>
38. Talv, T. (2019). *Eestis tegutsevate äriühingute koondväärtuse hindamine*. [Bakalaureusetöö, Tartu Ülikool]
39. Talv, T. & Tooming, M. (2021). *Väikeettevõtete automaatse väärtuse hindamise mudeli väljatöötamine ja selle testimine kinnisvara sektori ettevõtete näitel*. [Magistritöö, Tartu Ülikool]
40. *The Appraisal of Real Estate 13th edition*. (2008). Chicago: The Appraisal Institute.

41. Ülemiste City kodulehekülg. (n.d.). Kasutatud 27.04.2024, <https://www.ulemistecity.ee/>

LISA A

Mainor Ülemiste AS kasumiaruanded 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	8 798 000	10 564 000	11 257 000	13 076 000	16 244 000
Müügikulu	-2 742 000	-3 019 000	-2 854 000	-4 044 000	-6 402 000
Brutokasum	6 056 000	7 545 000	8 403 000	9 032 000	9 842 000
Turustuskulud	-185 000	-191 000	-220 000	-221 000	-285 000
Üldhalduskulud	-2 257 000	-2 208 000	-2 947 000	-3 072 000	-3 429 000
Tulu kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringutelt	5 463 000	8 807 000	5 644 000	5 281 000	13 860 000
Muud äritulud	2 811 000	947 000	1 039 000	2 246 000	13 198 000
Muud ärikulud	-15 000	-11 000	-18 000	-18 000	-16 000
Ärikasum	11 873 000	14 889 000	11 901 000	13 248 000	33 170 000
Intressitulud	422 000	266 000	268 000	298 000	613 000
Intressikulud	-2 600 000	-2 705 000	-2 706 000	-3 009 000	-3 299 000
Muud finatstulud ja -kulud	-361 000	-333 000	-69 000	-248 000	-67 000
Finantstulud ja -kulud kokku	-2 539 000	-2 772 000	-2 507 000	-2 959 000	-2 753 000
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	9 334 000	12 117 000	9 394 000	10 289 000	30 417 000
Tulumaks	0	-15 000	0	-22 000	-17 000
Aruandeaasta kasum (kahjum)	9 334 000	12 102 000	9 394 000	10 267 000	30 400 000

LISA B

Mainor Ülemiste AS finantsseisundi aruanded 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
VARAD					
Kinnisvarainvesteeringud	122 630 000	137 780 000	151 700 000	166 960 000	196 780 000
Materiaalne põhivara	100 000	130 000	110 000	172 000	190 000
Immateriaalne põhivara	53 000	128 000	136 000	92 000	49 000
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeering	37 748 000	40 314 000	44 574 000	46 490 000	58 855 000
Ettemaksed	114 000	294 000	76 000	473 000	292 000
Nõuded	10 483 000	9 507 000	10 041 000	10 647 000	11 220 000
Raha ja raha ekvivalendid	9 620 000	12 937 000	9 576 000	12 927 000	10 832 000
Varad kokku	180 748 000	201 090 000	216 213 000	237 761 000	278 218 000
OMAKAPITAL					
Aktiikapital nimiväärtuses	19 200 000	18 200 000	18 200 000	18 200 000	18 200 000
Reservkapital	1 920 000	1 920 000	1 920 000	1 920 000	1 920 000
Jaotamata kasum	69 585 000	77 520 000	88 238 000	96 132 000	104 819 000
Aruandeperioodi kasum	9 334 000	12 102 000	9 394 000	10 267 000	30 400 000
Omakapital kokku	100 039 000	109 742 000	117 752 000	126 519 000	155 339 000
KOHUSTISED					
Eraldised	263 000	264 000	262 000	197 000	161 000
Laenukohustised	77 807 000	86 511 000	95 097 000	104 070 000	118 541 000
Tuletisinstrumendid	126 000	345 000	345 000	345 000	0
Võlad hankijatele ja muud võlad	1 894 000	3 413 000	1 998 000	5 599 000	3 200 000
Saadud ettemaksed	619 000	815 000	759 000	1 031 000	977 000
Kohustised kokku	80 709 000	91 348 000	98 461 000	111 242 000	122 879 000
Kohustised ja omakapital kokku	180 748 000	201 090 000	216 213 000	237 761 000	278 218 000

Summary

VALUATION OF THE FINANCIAL COMPONENT OF BRAND VALUE IN THE EXAMPLE OF ÜLEMISTE CITY

Carl Kaiser Kiidjärv

Perceiving and shaping the brand value has become increasingly important, especially in an environment where economic, social and technological factors affect companies from different directions. The assessment of the brand value influences a company's development and its attractiveness to other companies and investors. Value and its evaluation both can have different meanings depending on the point of view. Finance people are traditionally estimating the value of a company based on its financial results, while the marketing people look at the company as a brand and value added to the company by brand. In practice, these dimensions coexist and both should be included in the calculation of the brand value. In this case the author evaluates Ülemiste City's financial component of the brand value.

Ülemiste City, which is being developed by Mainor Ülemiste AS, is a prominent part of the Estonian business environment. It is home for several big companies and also innovation centers. It has developed into a brand that has potential to become something that has impact even outside Estonia. Two main questions arise before evaluation. How can Ülemiste City be valued and what influences its value. Author analyzed three different evaluation methods and decided that the best one is the DCF (discounted cash flow) method. It takes into consideration much more aspects than its alternatives, therefore it should give the most accurate value. The DCF method also includes future prognosis, which is especially important in the case of Ülemiste City, because it is constantly evolving. Specifically, the author used the FCFE (free cash flow to the firm) method.

Author analyzed Mainor Ülemiste AS financial indicators and financial ratios and it was found that the company is in a good state and should continue growing. The valuation process started with finding WACC (weighted average cost of capital) and it was found to be 9,04%. Next step was to forecast free cash flows for the years 2023-2027 using financial reports annual reports from 2018 to 2022. By using the long term growth rate of 2% it was found that Ülemiste City value to Mainor Ülemiste on 31.12.2022 is 200 829 142€. The sensitivity analysis revealed that a change in WACC influences company's value more significantly than a change in long term growth rate. The value of the company found in the work is only part of the brand value. Non-financial components should also be included to calculate the overall brand value.

Mina, Carl Kaiser Kiidjärv _____,
(*autori nimi*)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose
Brändi väärtuse finantskomponendi hindamine Ülemiste City linnaku näitel

(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendajad on Kertu Lääts ja Priit Sander _____,
(*juhendaja nimi*)

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

2. Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
4. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Carl Kaiser Kiidjärv
09.05.2024