

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Gregor Prints ja Oliver Hirv

AKTSIA VÄÄRTUSE HINDAMISE PRAKTIKAD ESMAEMISSIOONIL NASDAQ FIRST
NORTH BALTIC TURU NÄITEL

Bakalaureusetöö

Juhendaja: rahanduse lektor Mark Kantšukov

Tartu 2026

AKTSIA VÄÄRTUSE HINDAMISE PRAKTIKAD ESMAEMISSIOONIL NASDAQ FIRST NORTH BALTIC TURU NÄITEL

2

Töö oleme koostanud iseseisvalt. Kõik bakalaureusetöös kasutatud teiste autorite mõtted, seisukohad ja andmed on viidatud.

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Aktsia väärtuse hindamine ettevõtte avaliku esmaemissiooni kontekstis - teoreetiline käsitlus.	7
1.1. Lähenemised börsile mineva ettevõtte aktsia väärtuse hindamisel.....	7
1.2. Elutsükli varajases elufaasis paiknevate ettevõtete väärtuse hindamise eripärad.....	12
1.3. Ülevaade varasematest teadusuuringutest.....	16
2. Aktsia väärtuse hindamine esmaemissioonil First North platvormil noteeritud ettevõtete poolt – empiiriline analüüs.....	20
2.1. Nasdaq First North platvormi ülevaade.....	20
2.2.1. Metoodika.....	27
2.2.2. Andmed.....	31
2.3. Tulemused ja arutelu.....	32
Kokkuvõte.....	41
Kasutatud allikad.....	43
LISA A.....	46
LISA B.....	48
Summary.....	50

Sissejuhatus

Pärast edukat alternatiivturu First Northi avamist põhjamaades otsustas OMX (praegune Nasdaq) turgu ka Baltimaadele laiendada. Sellega sai alguse Baltimaade esmane eraldiseisev First North Baltic alternatiivturg, mis annab varajases elufaasis olevatele ettevõtetele võimaluse kaasata väliskapitali, kuna turul on madalamad nõuded ja regulatsioonid võrreldes põhiturgudega. (First North to be launched in the Baltic countries, 2007. a) Siiski nõuab First North Baltic läbipaistvust, mis annab kindlust investoritele investeerida ka väiksematesse ettevõtetesse, kes ei suuda täita kõiki regulatiivseid nõudmisi tegutsemaks Nasdaq Baltic põhiturul (First North Growth Market – Europe’s Leading SME Marketplace for Growth and Scale, s.a.). Esimene ettevõte, kes First North Baltic platvormil oma aktsia noteeris oli Goldinvest Asset Management 22. märtsil 2011. aastal (Share list, s.a.).

Arvestades, et First North Baltic platvorm on alternatiivturg, siis turu toimimise kohta pole ilmunud väga palju uuringuid. Autorite arvates on tähtis mõista First North Baltic platvormil tegutsevate ettevõtete aktsia esmasel emissioonil rakendatavaid väärtuse hindamise praktikaid, kuna see annab potentsiaalsele investorile mõista, kuidas toimub First North Baltic turul aktsia noteerimine ja märkimishinna kujunemine. See võimaldab paremini hinnata vähem reguleeritud turu investeerimiskriske. Muuhulgas on kasutatavate praktikate ülevaatest kasu emitentidele, kes saavad tänu sellele optimaalsemalt kapitali kaasamise protsessi läbi viia. Töö annab vajalikke sisendeid ka regulaatoritele, et hinnata börsi üldist usaldusväärsust ja läbipaistvust.

Seoses ülaltooduga on autorid seadnud eesmärgiks selgitada aktsiate väärtuse hindamise praktikaid esmaemissioonil First North Baltic turul noteeritud ettevõtete näitel. Eesmärgiga soovitakse tähelepanu pöörata, milliseid rahandusteoreetilisi meetodeid, aktsia väärtuse hindamise lähenemisi ning muid märkimishinda mõjutavaid tegureid kasutatakse First North Baltic platvormil noteeritud ettevõtete aktsia märkimishinna kujunemisel. Töös tuuakse välja väärtuse hindamises ja aktsiaemissiooni protsessis osalejad ning selgitatakse, kas kasutati väliseid osapooli või toimus kogu protsess maja siseselt. Samuti kirjeldatakse aktsiaemissiooni protsessi ja selle läbiviimist. Leitavad tulemused võimaldavad välja tuua käsitletaval turul noteeritud ettevõtete eripärad ja omadused, mis annavad potentsiaalsetele investoritele, emitentidele ja uutele ettevõtetele, ülevaate olulistest nüanssidest, millega arvestada.

Eelnevalt sõnastatud eesmärgi täitmiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- selgitada, millised on rahandusteooriast tulenevad võimalused börsile mineva ettevõtte aktsia väärtuse hindamiseks;
- selgitada elutsükli varajases faasis olevate ettevõtete väärtuse hindamise eripärasid;
- sünteesida ning anda kokkuvõtlik ülevaade varasema kirjanduse tulemustest, mis käsitlevad lahknevusi rahandusteoreetiliste ja praktiliste lähenemiste vahel;
- selgitada First North Baltic turu toimimist ja selle nüansse, tuues välja peamised erinevused võrreldes põhituru reeglitega;
- varasematele teadusuuringutele tuginedes töötada välja küsimustik First North Baltic nimekirjas noteeritud või noteeritud olnud ettevõtete esindajate küsitlemiseks;
- viia läbi intervjuud First North Baltic nimekirjas noteeritud või noteeritud olnud Eesti ettevõtete esindajatega;
- analüüsida tulemusi ning määratleda peamised ühisjooned.

Käesolev bakalaureusetöö kirjeldab First North Baltic turul tegutsevate ettevõtete aktsiate väärtuse hindamise praktikaid. Seda teemat käsitlevates varasemates uuringutes on käsitletud põhiliselt First North Helsinki ja Stockholmi turge. First North Baltic turu aktsiaemissiooni käigus kasutatavaid hindamise praktikaid kajastavad uurimused autoritele teadaolevalt puuduvad. Seega täidavad autorid uurimislünka, mille raames viiakse läbi intervjuud börsil noteeritud või varasemalt tegutsenud ettevõtetega ja analüüsitakse saadud tulemusi. Turu teistsuguse ülesehituse tõttu ei ühti reeglid ega käitumismustrid suuremate börssidega, mistõttu ei ole võimalik First North Baltic turu analüüsimisel tugineda üksnes üldistele normidele ja arusaamadele.

Bakalaureusetöö koosneb kahest peamisest osast. Teoreetilises osas antakse rahandusteoreetiline taust aktsia ja ettevõtte hindamise protsessist ning ülevaade varasemast kirjandusest. Esimeses alapeatükis tuuakse välja põhilised rahandusteoreetilised meetodid, mida kasutatakse aktsia väärtuse hindamisel enne ettevõtte börsile minekut. Teises alapeatükis analüüsitakse aktsia väärtuse hindamise eripärasid varajases elufaasis paiknevatel ettevõtetel, mille väärtust on raske hinnata vähese või puuduliku finantsajaloo ja informatsiooni tõttu. Kolmandas alapeatükis esitatakse ülevaade varasematest uuringutest, kus käsitletakse aktsia esmaemissiooni praktikaid teistel turgudel. Empiirilise osa esimeses alapeatükis kirjeldatakse

First North Baltic platvormi, sealhulgas selle seadusandlike ja regulatiivseid eripärasid võrreldes teiste Nasdaq börssidega. Teises empiirilises alapeatükis antakse ülevaade uuringus kasutatud andmete kogumise meetodist ning põhjendatakse päritud andmete valikut. Viimases alapeatükis tuuakse esile kogutud andmete tulemused, nende ühisjooned ja tehakse järeldusi, et esitada uuringu peamised leiud.

1. Aktsia väärtuse hindamine ettevõtte avaliku esmaemissiooni kontekstis - teoreetiline käsitlus

1.1. Lähenemised börsile mineva ettevõtte aktsia väärtuse hindamisel

Esmane aktsiaemissioon on ettevõtte jaoks oluline sündmus, mille käigus kaasatakse investoritelt kapitali ettevõtte edasiseks arenguks. Avalikule turule sisenemine suurendab ettevõtte nähtavust ja usaldusväärsust, kuid seab ühtlasi kõrgemad nõuded läbipaistvusele. Aktsia väärtuse hindamine esmaemissiooni kontekstis erineb märkimisväärselt juba börsil noteeritud ettevõtete hindamisest. Kui börsiettevõtete puhul kujuneb aktsia väärtus pidevalt turul toimuvate tehingute kaudu, siis esmaemissioonil selline turuhind puudub. Seetõttu tuleb aktsiate väärtus hinnata enne ettevõtte turul noteerimist. Selleks suunavad paljud ettevõtted esmaemissiooni korraldamise investeerimispankade ülesandeks, kes aitavad luua usalduse aktsia õiglase väärtuse suhtes (Roosenboom 2007). Peamiselt põhineb väärtuse leidmine finantsprognosidel, võrdlusandmetel ja teoreetiliste hindamismeetoditel. Samas toob Damodaran (2012) välja, et väärtuse hindamine põhineb eeldustel ja hinnangutel ja absoluutset täpsust oodata ei ole reaalne. Sellest tulenevalt tekib küsimus, milliste lähenemiste abil saab kõige täpsemini hinnata aktsia õiglast väärtust. Uuringud on näidanud, et aktsia hindamise praktikad varieeruvad olenevalt ettevõtte ülesehitusest ja tegevussektorist (Roosenboom, 2007). Samuti mõjutavad praktikate valikut aktsiaturu suurus ning regulatsioonid. Oluline on kaardistada hindamispraktikate erinevusi põhjustavad tegurid, et anda potentsiaalsetele investoritele parem arusaam finantsturgudest ja sealsetest toimingutest.

Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009) toovad välja, et peamised lähenemised, mida aktsia väärtuse hindamisel kasutatakse on dividendide diskonteerimise mudel (dividend discount model, edaspidi DDM), diskonteeritud rahavoogude mudel (discounted cashflow model, edaspidi DCF) ja võrdlusmeetod. Kuigi kõik need praktikad jagavad ühist eesmärki, milleks on hinnata ettevõtte tulevast majanduslikku potentsiaali ning tuletada sellest aktsia õiglane väärtus, saab nende puhul välja tuua mõningaid erisusi.

DDM on aktsia väärtuse hindamise mudel, mille kohaselt põhineb õiglane aktsia väärtus tulevikus makstavate dividendide nüüdisväärtusel. Seega eeldab mudel ettevõtte võimekust toota stabiilseid ja prognoositavaid dividende. "Aktsiat soetades ootab investor tavaliselt kahte liiki rahavooge: dividende aktsia hoidmise ajal ning eeldatavat aktsia hinda hoidmisperioodi lõpus.

Kuna viimane tuleneb tulevastest dividendimaksetest, määratletakse aktsia väärtus dividendide nüüdisväärtusena lõpmatuseni.” (Damodaran, 2012, lk 319).

Kuigi DDM-st eksisteerib mitmeid variatsioone, kasutatakse esmaemissioonide hindamisel praktikas eelkõige Gordoni kasvumudelit, mis põhineb konstantse kasvu eeldusel. Seda põhjusel, et keerukamad mitmefaasilised mudelid eeldavad ulatuslikke ja kindlaid dividendiprognose, mis esmaemissioonide kontekstis sageli puuduvad. Selle mudeli kohaselt väljendub aktsia väärtus järgmiselt:

$$P_0 = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

Kus:

P_0 = Aktsia väärtus;

DPS_{n+1} = Oodatav dividend aktsia kohta perioodil t ;

$k_{e,st}$ = Omakapitali hind;

g_n = Dividendide püsiv kasvumäär.

Mudeli rakendamine eeldab, et dividendide kasvumäär on ajas konstantne ning omakapitali hinnast väiksem. (Anesten, Möller, Skogsvik & Skogsvik, 2019; Damodaran, 2012)

Damodaran (2012) märgib siiski, et konstantse kasvu eeldus on paljudel juhtudel liiga piirav ning seetõttu on aja jooksul välja töötatud üldistatud DDM-id, mis võimaldavad dividendide kasvu varieerumist kindla ajaperioodi jooksul. Selliste mudelite puhul eeldatakse, et ettevõtte jõuab pärast detailset prognoosiperioodi T stabiilsesse kasvufaasi, mida kirjeldatakse taas Gordoni kasvumudeli abil. Kahefaasilise üldistatud DDM-i kuju on järgmine:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n}$$

$$\text{Kus, } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

Kus:

P_0 = Aktsia õiglase väärtus;

DPS_t = Oodatav dividend aktsia kohta perioodil t ;

$k_{e,hg}$ = Omakapitali hind erakorralise kasvu faasis;

t = Erakorralise kasvu faasi kestus (aastates);

P_n = Aktsia hind erakorralise kasvu faasi lõpus.

Terminaalväärtus P_n leitakse Gordoni kasvumudeli abil, kus:

DPS_{n+1} = Oodatav dividend aktsia kohta stabiilse kasvu faasi alguses;

$k_{e,st}$ = Omakapitali hind stabiilse kasvu faasis;

g_n = Dividendide püsiv kasvumäär pärast erakorralise kasvu faasi lõppu. (Damodaran, 2012)

DDM-i kasutatakse esmaemissioonil õiglase aktsiahinna hindamisel peamiselt pika finantsajalooga ning arenenud tööstusharudes tegutsevate ettevõtete puhul, kes planeerivad suure osa tulust dividendidena välja maksta. Tihti on selliste ettevõtete kasv aeglasem ja rahavood stabiilsemad, mis tõstavad mudeli täpsust. (Roosenboom, 2007) Lisaks leiavad Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009), et emissiooni korraldajate poolt DDM-iga hinnatud ettevõtetele on omane suurem dividendide väljamakse ja madalam prognoos tulevase müügitulu kasvu osas. Vastavalt on antud ettevõtted pigem vanemad, suuremad ja kasumlikumad. Samuti täheldasid nad, et emissiooni korraldajad pidasid DDM-i abil leitud aktsia väärtust väheoluliseks võrreldes DCF mudeli ja võrdlusmeetodi lähenemiste tulemustele.

Levinuim mudelitest on DCF, mille puhul hinnatakse aktsia väärtust ettevõtte tulevaste rahavoogude põhjal tuletades sel teel aktsia nüüdisväärtus (Ferraro, 2020). Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009) sõnul on see mudel kõige usaldusväärsem. Nüüdisväärtuse reegli kohaselt on mistahes vara väärtus võrdne sellelt oodatavate tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusega. Seda saab kirjeldada üldvalemiga järgmiselt:

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

Kus:

Väärtus = Aktsia väärtus;

t = Ettevõtte eluiga;

CF_t = Rahavoog ajaperioodil t ;

r = Diskonteerimise määr, mis kajastab oodatavate rahavoogude riskitaset. (Damodaran, 2012)

Praktikas tuleb rahavoo ja diskontomäär määratlus täpsustada sõltuvalt hindamise eesmärgist. Damodarani (2012) käsitluse kohaselt on ettevõtte väärtuse hindamisel keskseks küsimuseks see, kas hinnatakse üksnes omakapitali või kogu ettevõtet tervikuna. Esmaemissiooni kontekstis on see eristus eriti oluline, kuna ettevõtte kapitalistruktuur võib enne ja pärast börsile minekut oluliselt muutuda.

Sellest tulenevalt kasutatakse DCF mudeli analüüsis esmaemissiooni puhul enamasti ettevõtete vaba rahavoogu (free cash flow to firm, edaspidi FCFF). See väljendab rahavoogu, mis on kättesaadav nii omakapitali- kui ka võlausaldajatele pärast tegevuskulude, maksude ja vajalike investeeringute arvestamist. FCFF-i kasutamine võimaldab hinnata ettevõtte väärtust sõltumatult selle finantseerimisstruktuurist, mis muudab mudeli sobivaks olukordades, kus omakapitali ja võla osakaal ei ole veel stabiliseerunud. (Damodaran, 2012) Sellisel juhul esitatakse diskonteeritud rahavoogude mudel ettevõtte väärtuse leidmiseks järgmiselt:

$$\text{Ettevõtte väärtus} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$$

Kus:

CF_t = Rahavoog ajaperioodil t ;

WACC = Kaalutud keskmine kapitalikulu, mis kajastab ettevõtte kogu kapitali riskitaset;

t = Ettevõtte prognoositav majanduslik eluiga. (Damodaran, 2012)

Damodarani (2012) järgi on kaalutud keskmine kapitalikulu (weighted average cost of capital, edaspidi WACC) sobiv diskontomäär ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimiseks, kuna see peegeldab kõigi kapitalipakkujate nõutavat tootlust. Omakapitali väärtus saadakse seejärel ettevõtte koguväärtusest, lahutades sellest intressikandva võla väärtuse, mille tulemusel on võimalik tuletada aktsia õiglase väärtus.

Damodarani (2012) kohaselt on äärmusliku võlakoormusega või muutuva kapitalistruktuuriga ettevõtteid kõige sobivam hinnata FCFF-põhise lähenemise abil. FCFF mudel keskendub rahavoogudele, mis on kättesaadavad kõigile kapitalipakkujatele, ning võimaldavad seeläbi hinnata ettevõtte väärtust sõltumatult selle finantseerimisstruktuurist. See

teeb mudeli eriti sobivaks esmaemissiooni kontekstis, kus ettevõtte kapitalistruktuur enne ja pärast börsile minekut võib oluliselt muutuda. Kirjanduses nimetatakse seda lähenemist sageli ka diskonteeritud vaba rahavoo mudeliks (discounted free cash flow, edaspidi DFCF), kus ettevõtte väärtus leitakse sarnaselt FCFF mudelile tulevaste vabade rahavoogude diskonteerimise teel kaalutud keskmise kapitalikulu abil. Seega on FCFF ja DFCF mudelid sisuliselt samatähenduslikud ning erinevad peamiselt kasutatava terminoloogia poolest. (Damodaran, 2012)

Siinkohal tuleb aga märkida, et praktikas on diskonteeritud rahavoogude mudelit keeruline kasutada. Ferraro (2020) toob välja, et DCF mudeli rakendamine võib kaasa tuua märkimisväärseid probleeme, mis tulenevad eeskätt raskustest koostada piisavalt usaldusväärseid prognoose ning seeläbi saada realistlikke tulevikku suunatud finantsandmeid. Prognoosid sõltuvad tugevalt ettevõttesisestest subjektiivsetest otsustest, mille tõttu võivad tulemused olla ebausaldusväärsed. Lisaks tuleb arvestada mudeli puhul sobiva ajahorisondi määramise keerukusega ning kõigi arvutuste läbiviimiseks vajalike andmete kättesaadavusega.

Viimase praktikana käsitlevad autorid võrdlusmeetodit, mille abil aktsia väärtus tuletatakse teiste samas tegevusvaldkonnas tegutsevate ja sarnaste majanduslike näitajatega ettevõtete turupõhiste suhtarvude alusel. Meetodi keskseks eelduseks on see, et võrreldavate ettevõtete aktsiahinnad kajastavad nende fundamentaalset väärtust ning seetõttu saab neid kasutada ka börsile mineva ettevõtte väärtuse hindamisel. Empiirilised uuringud näitavad, et võrdlusmeetod on samuti üks enim praktiseeritud aktsia väärtuse hindamise lähenemisi esmaemissiooni kontekstis. Meetodi kasutusvõimalust tagavateks teguriteks on turu suurus ja mitmekesisus, kuna need määravad sobivate võrreldavate ettevõtete arvu ja seeläbi ka meetodi rakendatavuse. (Deloof, De Maeseneire & Inghelbrecht, 2009)

Võrdlusmeetodi praktiline rakendamine tugineb ettevõtete finantsnäitajatel põhinevatel suhtarvudel, mille analüüsimise kaudu leitakse ettevõtte turuväärtus. Esmaemissioonide väärtuse hindamisel on varasemates uuringutes peamiselt kasutatud suhtarvudeks välja toodud järgmised:

- hinna ja kasumi suhe (P/E);
- hinna ja müügitulu suhe (P/S);
- ettevõtte väärtuse ja müügitulu suhe (EV/S);
- ettevõtte väärtuse ja tegevuslike rahavoogude suhe (EV/OCF). (Kim & Ritter, 1999)

Nende suhtarvude baasil saab hinnata, kas börsile mineva ettevõtte aktsia hind on võrreldavate ning konkureerivate ettevõtete kontekstis põhjendatud. Lisaks võimaldab võrdlusmeetod anda oluliselt täpsema hinnangu siis, kui arvutamisel kasutatakse ajalooliste finantsandmete asemel prognoositud näitajaid (Kim & Ritter, 1999). Autorite hinnangul on see täheldus eriti oluline First North Baltic turu kontekstis, sest antud turul noteeritud ja esmaemissiooni planeerivad ettevõtted vastavad täpselt nendele kriteeriumitele ning peaksid võrdlusmeetodit kasutades panema rõhuasetuse just prognoosidele.

Võrdlusmeetodi peamiseks eeliseks peetakse selle turupõhisust ja objektiivsust. Ferraro (2020) kohaselt on võrdlusmeetod täpsem kui diskonteeritud rahavoogude mudel, kuna see peegeldab juba turul kujunenud hinnatasemeid ja investorite ootusi. Samas ei ole ka selle meetodi rakendamine esmaemissioonil väärtuse hindamisel alati probleemideta. Üheks potentsiaalseks murekohaks on asjaolu, et võrdlusmeetodi kasutamisel on võimalik ettevõtte väärtust mõjutada, sest hindamisel ei pruugi olla arvestatud kõiki emissiooni teostava ettevõtte riske ja eripärasid, mis mõjutavad aktsia väärtust (Ferraro, 2020).

1.2. Elutsükli varajases elufaasis paiknevate ettevõtete väärtuse hindamise eripärad

Varajases elufaasis paiknevad ettevõtted läbivad mitmeid arenguetappe, mis eelnevad ettevõtte küpsele arengufaasile. Damodaran (2009) kirjeldab ettevõtte arengut protsessina, mis algab ideest ning liigub edasi reaalse toote loomise ja turule sisenemisega, kus tulud ja kasumid on veel väikesed või puuduvad. Järgnevas faasis saavutavad edukamad ettevõtted juba teatud kasumipotentsiaali, kuid ettevõtte tulevik jääb endiselt ebakindlaks. Watson ja Everett (1996) tõid oma uurimuses välja, et ligikaudu 64% noortest ettevõtetest lõpetab tegevuse esimese kümne tegevusaasta jooksul. Seejuures iseloomustab noori ettevõtteid üldiselt väike organisatsiooni suurus ja tsentraliseeritud juhtimine, kus omanikul on suur sõnaõigus. Sellistes ettevõtetes pannakse rõhku kiirele kasvule ning innovatsioonile. (Miller & Friesen, 1984) Samuti sõltuvad noores eas ettevõtted sageli erakapitalist, kus kogu ettevõtte tegevust finantseeritakse asutajate poolt, kuna laenurahastuse kaasamine on piiratud või võimalik üksnes eritingimustel. (Damodaran, 2009)

Seetõttu ei pruugi varajased positiivsed majandustulemused näidata veel ettevõtte pikaajalist stabiilsust, mis teeb noorte ettevõtete väärtuse hindamine keerulisemaks võrreldes küpsemas elufaasis olevate ettevõtetega. Damodarani (2009) käsitlus kinnitab seda rõhutades, et

noorte ettevõtete puhul on keeruline hinnata nii täiendavate investeeringute vajadusi kui ka kapitali tootlikkust, sest ärimudel ja kulude struktuur on sageli alles kujunemisejärgus. Selliste ettevõtete rahavood on sageli ebastabiilsed või negatiivsed ning sellest tulenevalt põhineb suur osa nende väärtusest potentsiaalsetel kasvuvõimalustel. Lisaks tõi ta välja, et kui küpsete ettevõtete puhul põhineb väärtus suures osas olemasolevatel varadel ja stabiilsel tegevustulul, siis noorte ettevõtete puhul nendele faktoritele tugineda ei saa. Täiendavat ebakindlust toovad tegurid nagu turu keskkond, ettevõtte ärimudeli elujõulisus ja juhtkonna suutlikkus äristrateegiat ellu viia.

DDM-i rakendamine on elutsükli varajases faasis paiknevate ettevõtete puhul tugevalt piiratud. Orcutt (2020) toob välja, et noortel ettevõtetel puudub sageli dividendide maksmiseks kasum ning isegi kasumlikkuse saavutamisel eelistatakse teenitud tulu investeerida edasisse kasvu. Reinvesteerimise vajaduse tõttu leiavad töö autorid, et DDM-i kasutamine noorte ettevõtete väärtuse hindamisel on praktikas tõenäoliselt harv. Varasem kirjandus viitab, et mudel eeldab stabiilseid ja prognoositavaid dividendimakseid, mis noorte ettevõtete puhul enamasti puuduvad (Roosenboom, 2007). Samas märgib Damodaran (2012), et DDM-i saab teoreetiliselt rakendada isegi ettevõtete puhul, kes hetkel ei maksa dividende. Sellisel juhul tuleb lähtuda dividendide maksetest, mida plaanitakse tulevikus teha, kui ettevõtte kasvutempo aeglustub ja kasumid stabiliseeruvad. Seetõttu peab dividendide väljamakse eeldust kohandama ettevõtte kasvumäära muutusele, vastasel juhul alahinnastaks mudel madala või puuduva dividendimääraga ettevõtete väärtust. Seega on DDM noorte ettevõtete hindamisel pigem teoreetilise tähendusega ning praktikas kasutatakse seda harva iseseisva hindamismudelina.

Teoreetiliselt on DCF mudel sobiv varajases elufaasis paiknevate ettevõtete väärtuse hindamisel, kuid ka selle mudeli rakendamine eeldab mitmeid täiendavaid eeldusi ja piiranguid. Peamiseks probleemiks on põhjaliku finantsajaloo puudumine, mille abil saaks hinnata, kui tõhusalt ettevõtte oma varadelt kasumit teenib. Samuti on noorte ettevõtete puhul keeruline hinnata nii täiendavate investeeringute vajadusi kui ka kapitali tootlikkust, sest ärimudel ja kulude struktuur on sageli alles kujunemisejärgus. Seepärast võib diskonteeritud rahavoogude mudel anda varajases faasis ettevõtete puhul väga erinevaid väärtushinnanguid sõltuvalt väikestest muudatustest sisendparameetrites. (Damodaran, 2009)

Lisaks rõhutab Damodaran (2009), et noorte ettevõtte puhul koondub ülemääraselt suur osa koguväärtusest terminaalväärtusesse. “Pole harukordne, kui terminaalväärtus moodustab 90%, 100% või isegi rohkem kui 100% noore ettevõtte hetke väärtusest.” (Damodaran, 2009, lk 10). Autorid järeldavad, et ettevõtte väärtus sõltub seetõttu suurel määral pikaajalisest kasvueeldusest ehk terminaalväärtusest, mis kajastab ettevõtte küpsusfaasi kasumlikkust. Samas toob Damodaran (2009) välja, et ettevõtted jõuavad stabiilsesse kasvufaasi erineva kiirusega, kui mõni ettevõtte saavutab konstantse kasumi paari aastaga, siis teistel võib minna selleks palju kauem aega. Noortel ettevõtetel on kasumid volatiilsed, mistõttu on stabiilse kasvuperioodi algust keeruline täpselt määratleda. Terminaalväärtuse suur osakaal muudab väärtuse hindamise eriti tundlikuks pikaajaliste eelduste ja määratud kasvu- või diskontomäära suhtes. Damodaran (2009) toob esile, et varajases elufaasis ettevõtetega kaasneb ka märkimisväärne pankrotioht. Praktikast kajastatakse see risk sageli kõrgemas diskontomääras, kuid selline lähenemine võib viia ettevõtte väärtuse süstemaatilise alahindamiseni. Lisaks on noorte ettevõtete puhul diskontomäära hinnangud sageli subjektiivsed, kuna puudub piisav alus riskipreemia täpseks määramiseks. Orcutt (2020) järeldab, et kuigi DCF mudel on kontseptuaalselt korrektne ka noorte ettevõtete väärtuse hindamise puhul, siis selle praktiline rakendamine on vältimatult ebatäpne. Rahavoogude suurus ja nende realiseerumise tõenäosus on äärmiselt ebakindlad, mistõttu käsitletakse DCF mudelit varajases elufaasis paiknevate ettevõtete puhul pigem analüütilise raamistikuna kui täpse väärtuse hindamise instrumendina.

Samuti esinevad mõningad piirangud suhtarvudel põhinevate hindamismeetodite rakendamisel varajases elufaasis paiknevate ettevõtete puhul. Damodaran (2009) märgib, et paljud tavapäraselt võrdlusmeetodi raames kasutatavad suhtarvud, näiteks kasumipõhised suhtarvud, ei ole noorte ettevõtete puhul rakendatavad kasumi puudumise või selle suure volatiilsuse tõttu. Lisaks piirab Roosenboomi (2007) kohaselt varajases elufaasis ettevõtete hindamist sobivate võrreldavate ettevõtete vähesus. Avalikult noteeritud ettevõtted on enamasti küpsemas arengufaasis ning nende riskiprofiil ja rahavoogude struktuur erinevad oluliselt varajases elufaasis ettevõtetest.

Kim ja Ritter (1999) toovad välja, et ajaloolisel kasumil põhinevad suhtarvud on noorte ettevõtete puhul sageli ebatäpsed, kuna need peegeldavad ajutisi tulemusi ning nende informatiivsus on seega piiratud. Samas annavad nende hinnangul prognoositud finantsnäitajatel

põhinevad suhtarvud täpsemaid tulemusi. Autorite arvates võivad prognoositud tulemuste põhjal saadud hinnangud olla küll täpsemad, kuid tulemused jäävad siiski subjektiivseks ja ebakindlaks, sest tulevase rahavooge on raske hinnata noores elufaasis ettevõtete juures.

Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009) leidsid, et suhtarvudel põhinevat võrdlusmeetodit kasutatakse enamasti koos eelnevalt nimetatud mudelitega. Võrdlusmeetod ei suuda üksi anda relevantset ettevõtte väärtuse hinnangut, kuna see ei hinda ettevõtte spetsiifilisi kasvuvõimalusi ega ettevõttesiseseid riske. Samale järeldusele jõudis ka Ferraro (2020), et võrdlusmeetod ei võta arvesse emissiooni teostava ettevõtte riske ja puudusi, mis mõjutavad ettevõtte väärtust ning loovad võimaluse tulemuste manipuleerimiseks.

Le ja Thach (2022) toovad esile, et varajases elufaasis ettevõtete puhul väljendub väärtuse ebakindlus sageli aktsia hinna suuremas volatiilsuses vahetult pärast esmaemissiooni. Autorite hinnangul näitab selline volatiilsus investorite ebakindlust ettevõtte tulevase arengu ootuste suhtes. Kim ja Ritter (1999) rõhutavad, et noorte ettevõtete väärtus põhineb eelkõige tulevastel kasvuootustel, mis muudab hindamise võrreldes küpsemate ettevõtetega vähem täpseks. Le ja Thach (2022) leiavad samuti, et esmase avaliku pakkumise (initial public offering, edaspidi IPO) järgne hinnavolatiilsus püsib esimestel kauplemispäevadel kõrge, viidates sellele, et ettevõtte õiglase turuväärtus kujuneb välja järk-järgult alles peale noteerimist.

Roosenboom (2007) seob esmaemissioonidel väärtuse hindamise infoasümmeetria teooriaga tuues välja, et väiksemate ja nooremate ettevõtete puhul nõuavad investorid kõrgema riski kompenseerimiseks suuremat hinnasoodustust ehk alahinnastamist. Piiratud ajalooline informatsioon ja infoasümmeetria loovad seega olukorra, kus noorte ettevõtete puhul on aktsia alahinnastamine sagedane nähtus. Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009) märgivad, et investeerimispangad rakendavad tihti teadlikku allahindlust hinnangulisele õiglasele väärtusele emissiooniriski vähendamiseks ja seeläbi emissiooni edukuse tagamiseks. Sellest tulenevalt ei peegelda märkimishind alati ettevõtte õiglast väärtust, vaid sisaldab ka strateegilisi kaalutlusi, mis on seotud nõudluse kujundamisega.

Hoolimata eeltoodud piirangutest ei tähenda noorte ettevõtete spetsiifilised omadused, et traditsioonilised hindamismudelid oleksid nende puhul kasutatud. Pigem viitab varasem kirjandus sellele, et nii DDM, DCF mudel kui ka võrdlusmeetod on noorte ettevõtete hindamisel kasutatavad juhul, kui nende eeldusi ja piiranguid arvestatakse teadlikult. Saadud

väärtushinnanguid ei tuleks käsitleta täpse tulemusena, vaid pigem orientiirina, mis aitab leida ettevõtte väärtust ka ebakindlas keskkonnas. Praktikast tähendab see sageli mitme hindamise meetodi kombineerimist, et saada tasakaalustatum ülevaade ettevõtte võimalikust õiglasest väärtusest. (Damodaran, 2009)

1.3. Ülevaade varasematest teadusuuringutest

Varasemad empiirilised teadusuuringud on keskendunud eelkõige sellele, milliseid hindamise meetodeid emissiooni korraldajad ja emitendid tegelikult kasutavad. Uuringutes analüüsitakse nii diskonteeritud rahavoogude ja dividendide mudeleid kui ka võrdlusmeetodit, pöörates tähelepanu nende rakendamise praktilistele piirangutele. Lisaks on oluline uurimissuund seotud esmaemissioonidele omase alahinnastamisega ning küsimusega, kui võrd kajastab aktsia märkimishind ettevõtte õiglast väärtust.

DDM-i on varasemates uuringutes kirjeldatud eelkõige kui mudelit, mis sobib stabiilseid dividende maksvate ettevõtete hindamiseks (Damodaran, 2012). Roosenboom (2007) märgib, et sellised aktsiad on atraktiivsed investoritele, kes otsivad turvalist ja prognoositavat tootlust. Samas on DDM-i rakendamine elutsükli varajases faasis olevate ettevõtete puhul praktikast üldjuhul keeruline. Sellele viitavad ka Kim ja Ritter (1999) märkides, et nooremate ettevõtete puhul on väärtuse hindamine raskendatud, kuna neil puudub piisav tegevusajalugu ning nende finantstulemused on sageli ebakindlad. Hoolimata nendest piirangutest näitavad empiirilised uuringud, et DDM-i kasutatakse esmaemissioonide väärtuse hindamisel siiski märkimisväärselt sageli. Deloofi, De Maeseneire ja Inghelbrechti (2009) uuringus kasutasid ligikaudu pooled emissiooni korraldajatest DDM-i aktsia õiglase väärtuse leidmisel. Analüüsitud uuringus osales 49 Belgia turul noteeritud esmaemissiooni korraldanud ettevõtet. Seejuures leidis Roosenboom (2012) uurides Prantsusmaa turul noteeritud 228 ettevõtte hindamispraktikaid, et DDM-i rakendati 59,2% juhtudest. Need tulemused viitavad, et vaatamata teoreetilistele piirangutele on DDM praktikast jätkuvalt kasutusel.

Deloofi, De Maeseneire ja Inghelbrechti (2009) toovad aga DDM-i kohta välja, et selle mudeli olulisus on aktsia lõpphinna määramisel väikese kaaluga, kuna DDM alahinnastab tugevalt ettevõtte väärtust. Alahinnastamise selgitusena toodi välja, et mudelis ei võeta arvesse mitteoperatiivseid varasid nagu näiteks üleliigne kasutuseta raha ettevõttes. Lisaks lähevad ettevõtted üldjuhul börsile ajal, mil neil on tulevaste investeeringute jaoks raha vaja ehk kogu

vaba raha suunatakse investeringutesse, mistõttu järgnevate aastate dividendimaksud on madalamad kui kauges tulevikus. Nende vigade tõttu peavad seetõttu emissioonis osalevad investeerimispannad ettevõtte väärtuse leidmisel DDM-i vähem tähtsaks ja mudeliga kontrollitakse pigem DCF ja võrdlusmeetodiga saadud tulemusi. Autorid eeldavad sellest tulenevalt, et First North Baltic turul ei ole DDM kasutamine levinud, kuna ettevõtted kas ei maksa üldse dividende või teevad seda liiga väikeses mahus, et mudel kajastaks ettevõtte õiglast väärtust.

Varasemad teadusuuringud näitavad, et ettevõtete väärtuse hindamise lähenemiste rakendatavus esmaemissioonide kontekstis sõltub olulisel määral ettevõtte arengufaasist ja turu eripäradest. Varajases elufaasis paiknevate ettevõtete puhul on aktsia väärtuse hindamine seotud suure ebakindlusega, mistõttu on kirjanduses DCF meetodi kasutamisel esile toodud mitmeid piiranguid. Samas viitavad empiirilised tulemused, et alternatiivsed meetodid, nagu DDM ja võrdlusmeetod, võivad noorte ettevõtete puhul osutada veelgi vähem rakendatavateks. Seetõttu jääb DCF meetod hoolimata oma puudustest praktikas sageli eelistatud lähenemiseks. Seda kinnitamaks leidsid Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009), et Euronext Brussels turul kasutati DCF meetodit kõigi nende uuringus vaadeldud ettevõtete väärtuse hindamisel. Samuti toob Roosenboom (2012) välja, et DCF meetodit rakendati tema valimis 59% juhtudel. Autorid peavad DCF meetodit eeskätt First North Baltic turul noteeritud ettevõtete väärtuse hindamisel parimaks, sest turul tegutsevad nooremad ja suurema kasvupotentsiaaliga ettevõtted. Sellest lähtuvalt võib olla DDM-i ja võrdlusmeetodi kasutamine turu ning ettevõtete eripärade tõttu piiratud. Seda väidet toetab ka Deloofi, De Maeseneire ja Inghelbrechti (2009) hinnang, mille kohaselt on DCF mudel eriti asjakohane väiksematel ja vähem arenenud turgudel, kus noteeritud ettevõtete arv on madal ning sobivate võrreldavate ettevõtete leidmine on keeruline. Sellises kontekstis osutub rahavoogudel põhinev lähenemine usaldusväärsemaks kui suhtarvudel põhinevad meetodid, seda hoolimata DCF mudeli omastest prognoosiriskidest.

Võrdlusmeetod on esmaemissioonide väärtuse hindamisel üks enimkasutatud lähenemisi, samas meetodi rakendatavus ja usaldusväärsus sõltuvad suurel määral turu struktuurist ning võrreldavate ettevõtete olemasolust. Sellest lähtuvalt on oluline hinnata võrdlusmeetodi sobivust erinevate turukeskkondade kontekstis. Autorite arvates tuleneb uuringutest leitud võrdlusmeetodi laialdane kasutus asjaolust, et enamik arenenud aktsiaturge on piisavalt suured ja mitmekesised,

mis võimaldab leida sobivaid võrreldavaid ettevõtteid. Sellises turukeskkonnas on suhtarvudel põhinev lähenemine praktiline ning kergesti rakendatav. Suurematel turgudel nagu Euronext Paris leidis Roosenboom (2012), et tema valimi põhjal, mis koosnes 228 esmaemissiooni ettevõttest, kasutati võrdlusmeetodit 87% juhtudest. Sarnaste tulemusteni jõudsid ka Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009), kelle uuringu kohaselt rakendati võrdlusmeetodit 81,6% juhtudest. Nendele uuringutele vastuoluliselt on First North Baltic turule aga omane väike noteeritud ettevõtete arv, mis muudab võrdlusmeetodi rakendamise keerukaks.

Empiirilised tulemused näitavad, et suhtarvudel põhinevate hinnangute täpsus sõltub oluliselt ettevõtte arengufaasist. Kõrgemat täpsust on täheldatud vanemate ettevõtete puhul, mille pikem ja stabiilsem finantsajalugu võimaldab koostada usaldusväärsemaid prognoose. Noorte ettevõtete väärtus on seevastu suurel määral seotud tulevaste kasvuvõimalustega, mida ajaloolised finantsnäitajad ei kajasta piisavalt. Seetõttu on suhtarvudel põhinevate hinnangute usaldusväärsus noorte ettevõtete hindamisel madalam. Muuhulgas on kiirete kasvuootustega ettevõtete puhul kriitilise tähtsusega tulevikku suunatud informatsiooni kasutamine. (Kim & Ritter, 1999) Suhtarve peetakse ühtlasi tugevalt turu sentimentist sõltuvaks, mistõttu võivad need soodsal majandustsükli perioodil viia ettevõtte väärtuse ülehindamiseni (Deloof, De Maeseneire & Inghelbrecht, 2009). Varasemad uuringud on näidanud, et kõrgete turuhindade perioodidel on analüütikud olnud sunnitud kasutama alternatiivseid või ebatavalisi suhtarve, et viia hinnangud kooskõlla turul kujunenud hinnatasemetega (Glaum & Friedrich, 2006). Sellises olukorras võib liialt kõrge pakkumishind kahjustada emissiooni korraldaja mainet ning põhjustada ebatäpset aktsia väärtuse hindamist, mistõttu rõhutatakse nendel juhtudel tuleviku rahavooge kasutava hindamise tähtsust (Deloof, De Maeseneire & Inghelbrecht, 2009).

Autorid peavad oluliseks lisaks aktsia väärtuse hindamise praktikatele tuua välja, et varasemates uuringutes on laialdaselt käsitletud esmaemissiooni korraldavatele ettevõtetele iseloomulikku aktsia väärtuse teadlikku allahindlust märkimishinna tuletamisel. Roosenboom (2012) leidis, et tema valimis oli aktsiate keskmine teadlik allahindlus ligikaudu 18% õiglasest väärtusest. Koop ja Li (2001) USA turgu käsitlev uuring näitas, et esmaemissioonide käigus kujunes ettevõtete väärtus keskmiselt vaid 70–75% ulatuses sellest, mida maksimaalset võimalikku väärtust kirjeldav hindamispiir ette nägi. Samas polnud aga allahindluse tendentsi märgata varasemalt noteeritud ettevõtete puhul, kes korraldasid sekundaarset aktsiaemissiooni.

Autorite hinnangul ei tulene selline allahindlus alati tingimata hindamiseetodite ebatäpsusest, vaid peegeldab sageli teadlikku hinnastamisstrateegiat. Allahindluse eesmärgiks on vähendada emissiooniga seotud riske ning suurendada investorite huvi, mistõttu ei pruugi pakkumishind kajastada ettevõtte õiglast väärtust ka juhul, kui kasutatakse mitmeid hindamiseetodeid (Kim & Ritter, 1999). Käesolevas alapeatükis käsitletud uuringute võrdlev ülevaade on esitatud töö lõpus lisana A.

2. Aktsia väärtuse hindamine esmaemissioonil First North platvormil noteeritud ettevõtete poolt – empiiriline analüüs

2.1. Nasdaq First North platvormi ülevaade

Nasdaq First North Baltic turg on Nasdaq börsi poolt hallatav aktsiatega kauplemissplatvorm. (Share list, s.a.) Turg on loodud väikese ja keskmise suurusega ettevõtetele, et võimaldada neil kaasata kapitali oma arenguplaanide elluviimiseks, vastates samal ajal leebematele nõuetele, kui põhiturul nimekirjas olevad ettevõtted. Samas on investori vaates First North turul noteeritud ettevõtete info avalikustamine reguleeritud sarnaste standardite järgi nagu põhiturul (Mis on First North turg?, 2023). Nasdaq First North platvorm käivitati esmakordselt 2005. aastal Taanis. Kiirelt laieneti edasi nii Rootsi 2006. aastal ja Soome 2007. aastal. (First North to be launched in the Baltic countries, 2007) First North Baltic alternatiivturg loodi 2007. aastal, kuid esimene ettevõtte noteeriti turul alles 2011. aastal – selleks oli Goldinvest Asset Management (First North Growth Market – Europe’s Leading SME Marketplace for Growth and Scale, s.a.; Baltimaade alternatiivturule tuleb esimene ettevõtte Goldinvest Asset Management., 2011) Samas algas aktiivne aktsiatega kauplemine 2013. aastal. Järgnevatel aastatel kasvas noteeritud ettevõtete arv järk-järgult ning 2020. aasta lõpuks oli turul kokku 8 ettevõtet. Märkimisväärne kasv toimus 2021. aastal, kui turule lisandus suur hulk uusi ettevõtteid. Aasta lõpu seisuga ettevõtete arv kahekordistus, ulatudes 16-ni.

First North turu peamine eesmärk on pakkuda väiksematele ja kiiresti kasvavatele ettevõtetele lihtsamat ligipääsu kapitaliturgudele. Börsil noteerimine suurendab ettevõtete nähtavust ja usaldusväarsust investorite silmis. (First North Growth Market – Europe’s Leading SME Marketplace for Growth and Scale, s.a.) Lisaks saavad ettevõtted kasutada Nasdaq kvaliteedimärgi tuntuust, mis aitab eriti Eestis tegutsevatel ekspordile orienteeritud ettevõtetel tõsta oma rahvusvahelist usaldusväarsust. (Mis on First North turg?, 2023) First North turg on seega ka hüppelaud ettevõtetele, kes kaaluvad tulevikus liikuda edasi põhiturule.

Investorite seisukohalt pakub First North turg laiemat valikuvõimalust investeerida erineva kasvufaasi ja riskitasemega ettevõtetesse nii aktsia- kui ka võlakirjaturu kaudu. Nasdaq First North Baltic võlakirjaturul on 05.05.2026 seisuga noteeritud 54 emitenti, kelle poolt on korraldatud 90 võlakirja emissiooni, samas kui aktsiaturul on aktiivselt kaubeldavad 17 ettevõtte aktsiad. Kokku on turul küll noteeritud 21 ettevõtet, kuid Robus Group, Estonian Japan Trading

Company, Frigate ja City Service aktsiatega ei saa aktiivselt kaubelda. Edaspidi keskendutakse käesolevas töös üksnes aktsiaturu segmendile. Aktsiaturul noteeritud ettevõtetest on 10 registreeritud Eestis, 4 Lätis ja 3 Leedus. Turult on aastate jooksul lahkunud kokku 6 ettevõtet. Peamiseks lahkumise põhjuseks on olnud finantsraskused või pankrotistumine, lisaks ka turureeglite rikkumine, mille tulemusena on noteerimis- ja järelevalve komitee ettevõtted börsilt eemaldanud.

Tabel 1

First North Baltic turu ettevõtete nimekiri

Riik	Hetkel kaubeldavad ettevõtted	Varasemalt noteeritud või <u>mittekaubeldavad</u> ettevõtted
Eesti	TextMagic, Grab2Go, Bercman Technologies, Saunum Group, Primostar Group, J. Molner, Modera, Punktid Technologies, Airobot Technologies, Linda Nektar	Elmo Rent, Hagen Bikes, Telescan, Clevon, <u>Robus Group</u> , <u>Estonian Japan Trading Company</u>
Läti	Agrova Baltics, Kalve Coffee, Madara Cosmetics, Virši-A	Baltic Technology Ventures, Goldinvest Asset Management, <u>Frigate</u>
Leedu	East West Agro, K2 LT, NEO Finance	<u>City Service</u>

Allikas: autorite koostatud

Allajoonitud ettevõtete aktsiatega ei saa kaubelda, kuna nende puhul on kauplemine peatatud näiteks pankroti, turu reeglite rikkumise või aktsia likviidsuse puudumise tõttu. Seetõttu ei tehta nende aktsiatega enam ostu või müügi tehinguid.

First North turule tulevad erinevas arenguetapis olevad ettevõtted. Autorite analüüsi kohaselt on olnud keskmiseks ettevõtte vanuseks noteerimise hetkel 8 aastat ja 7 kuud. Kuigi peab märkima, et ettevõtte vanustes esineb märkimisväärset varieeruvust, mis mõjutab saadud keskmist tulemust. Kõige noorem ettevõtte oli turule tulles tegutsenud veidi üle ühe aasta, samas kui vanim ettevõtte oli tegutsenud enne noteerimist koguni 25 aastat. Sellest tulenevalt võib järeldada, et First North turule noteeritakse enamasti kasvuaasta lõpus paiknevaid ettevõtteid ja väga varajases elufaasis ettevõtteid on platvormil vähe. Vanemad ja küpsemad ettevõtted on noteeritud peamiselt Nasdaq Baltic põhiturul. Sektoriaalselt on noteeritud turule mitmesuguseid ettevõtteid. Tehnoloogia ja digiteenuste valdkonnast leidub näiteid nagu TextMagic ja Punktid

Technologies, samas kui tootmis- ja tööstusettevõtteid esindavad Saunum, Primostar, Kalve Coffee. Autorite hinnangul on seetõttu First North turg sobiv alternatiiv ettevõtetele, kes ei vasta põhituru noteerimisnõuetele, võimaldades neil kaasata kapitali paindlikumas regulatiivses keskkonnas.

Üks olulisemaid erinevusi Nasdaq Baltic põhituru ja First North turu vahel seisneb regulatsioonides ja õiguslikus raamistikus. Nasdaq Baltic põhiturg on reguleeritud turg, kus kehtivad Euroopa Liidu direktiivid ning järelevalvet teostab riiklik finantsjärelevalve asutus, Eestis Finantsinspeksioon. Noteerimisnõuded peavad olema kooskõlas Euroopa Liidu standarditega ja turg on suunatud pigem küpsematele ja stabiilsematele ettevõtetele (Turgudest, s.a.). Seevastu First North ei ole Euroopa Liidu mõistes reguleeritud turg, vaid mitmepoolne kauplemissüsteem (Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North reglement, 2025). Mitmepoolne kauplemissüsteem tähendab, et süsteemis viiakse kokku erinevate osapoolte ostu- ja müügihuvid finantsinstrumentide suhtes (Väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadus, 2017). Sellest tulenevalt on First North turul kehtestatud paindlikumad nõuded emitentidele.

Nasdaq Baltic põhiturul noteerimiseks peavad ettevõtted vastama mitmete rangetele nõuetele. Ettevõtte peab olema tegutsenud vähemalt kolm aastat ning omama kindlat finantsajalugu. Lisaks peab ettevõtte turukapitalisatsioon ulatuma vähemalt nelja miljoni euroni ning aruandlus peab vastama rahvusvahelistele finantsaruandluse standarditele. Samuti peab olema tagatud, et piisav osa noteeritavatest aktsiatest on avalikkuse hulka kuuluvate investorite käes. (List of Markets, s.a.) Piisavaks avalikkuse hulka kuuluvate investorite omandatud aktsiate mahuks loetakse 25% noteeritavatest aktsiatest või väiksemat osa, kui turg toimiks tavapäraselt (Väärtpaberite noteerimisnõuded, 2022). See nõue aitab tagada aktsia likviidsuse ja võimaldab aktiivset kauplemist ka tavainvestoritele. First North turu nõuded emitentidele on võrreldes põhituruga oluliselt paindlikumad. Emitent peab olema nõuetekohaselt registreeritud äriühing ning selle asutamine ja tegevus peavad olema kooskõlas vastava riigi õigusaktide, põhikirja ja First Northi reglemendiga. Turul ei saa noteerida ettevõtteid, kelle suhtes on enne noteerimise taotluse esitamist või selle ajal algatatud likvideerimis-, saneerimis- või pankrotimenetlus. Samuti ei saa noteerida ettevõtteid, kellel on esinenud püsiva või ajutise iseloomuga makseraskusi ning maksuvõlgnevusi. (Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North reglement,

2025) Antud nõuded aitavad küll kaitsta investori huve, kuid pigem miinimumtasemel võrreldes põhituruga. Lisaks erinevad turud ka aktsiate kauplemisele võtmise nõuete poolest. First North turul ei kehti kauplemisele võetavatele finantsinstrumentidele koguselisi piiranguid ega nõudeid peale nende vabalt võõrandatavuse ja registreerituse (Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North reglement, 2025). Põhiturul hinnatakse seevastu põhjalikumalt nii emitendi kui ka tema finantsinstrumendi sobivust börsile ning vajaduse korral võidakse nõuda lisameetmeid, näiteks likviidsuse tagamiseks. (Väärtpaberite noteerimisnõuded, 2022)

Sarnasusena saab välja tuua, et mõlemal turul noteerimisel on nõustaja olemasolu kohustus. Emitent peab sõlmima lepingu sertifitseeritud nõustajaga, kelle ülesanne on kontrollida, et ettevõtte vastaks turu nõuetele nii noteerimise ajal kui ka pärast seda (Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North reglement, 2025). Nõustaja rolli võib seostada mentorlusega, kuna ta toetab emitenti nii turule sisenemise protsessi vältel kui ka edasisel tegutsemisel. Erinevused ilmnevad eelkõige regulaarsete finantsaruannete avaldamise sageduses. First North ettevõtted esitavad aruandeid poolaasta lõikes, seevastu põhituru ettevõtted avaldavad finantsandmeid kvartaalselt.

Tabel 2

Võrdlus Nasdaq First North turu ja Baltic põhituru noteerimisnõuete vahel

Võrdlusnäitaja	First North turg	Põhiturg
Finantsajaloo pikkus	Nõue puudub	Tegutsenud vähemalt kolm aastat
Aruannete avaldamise sagedus	Kaks korda aastas	Neli korda aastas
Ettevõtte turukapitalisatsioon	Minimaalne nõue puudub	Vähemalt neli miljonit eurot
Aruandlusstandardid	Peab vastama ettevõtte päritolu riigi finantsaruandluse standarditele	Peab vastama rahvusvahelistele finantsaruandluse standarditele (IFRS)
Nõustaja olemasolu kohustus	Jah	Jah

Allikas: autorite koostatud

Nasdaq First North Baltic turu arengut iseloomustab kasvutsükkel, mida on näha turukapitalisatsiooni ning noteeritud ettevõtete arvu muutustes. Perioodil 2010-2019 oli turukapitalisatsiooni maht väike ning First North moodustas Baltimaade kapitaliturust vaid marginaalse osa. Turukapitalisatsioon oli küll kasvava trendiga, kuid jäi põhiturule oluliselt alla. Samal ajal tõusis noteeritud ettevõtete arv aeglaselt, viidates sellele, et alternatiivturu kasutamine kapitali kaasamiseks ei olnud veel laialdaselt levinud. (Turukapitalisatsioon, s.a.) Märkimisväärne muutus toimus aastatel 2020-2022, kui First North turu aktiivsus tõusis. Seda perioodi kirjeldatakse ka sõnaga “IPO-droom”, kuna mitmed ettevõtted otsustasid samaaegselt Balti börsile siseneda alternatiivturu kaudu. Turu tegid ettevõtetele atraktiivseks ka paindlikumad nõuded emitendile, mis võimaldas noorematel ettevõtetel börsile tulla. Sellega seonduvalt kasvas investorite huvi turu vastu ja First Northi turukapitalisatsioon saavutas oma kõrgeima taseme 2022. aasta alguses. Arengu kasv tulenes suuresti COVID-19 pandeemia aegsest majanduskeskkonnast, mida iseloomustavad madalad intressimäärad ja stiimulid rahapoliitikas. Need omakorda suurendasid investorite likviidsust, mida suunati muuhulgas riskantsematesse varadesse nagu kasvufirmad. Pärast tipptaseme saavutamist järgnes turukapitalisatsiooni langus. See oli kooskõlas laiema finantsturgude korrigeerimisega, mille põhjustajaks oli 2022. aasta veebruaris alanud sõda Ukraina aladel. Hoolimata sellest jäi noteeritud ettevõtete arv alternatiivturul languseelsele kõrgemale tasemele pidama, erinevalt Nasdaq Baltic põhinimekirjast, kus noteeritud ettevõtete arv on aastate lõikes konstantselt langenud. First Northil sai turukapitalisatsioon aga sündmustest rohkem mõjutatud, sest Nasdaq Balticuga võrreldes kestis langus enne edasist stabiliseerimist pikemalt ning oli järelikult põhinimekirjast ulatuslikum. Siinkohal peavad autorid oluliseks märkida, et kriisidest põhjustatud suurem volatiilsus on alternatiivturu karakteristikuid arvesse võttes ootuspärane. (Turukapitalisatsioon, s.a.)

Tabel 3

Nasdaq First North ja Nasdaq Baltic põhituru kapitalisatsioon ja ettevõtete arv aastate lõikes

Aasta	First North ettevõtete arv	First North turukapitalisatsioon	Põhituru ettevõtete arv	Põhituru turukapitalisatsioon
30.12.2025	21	295 360 673	49	10 933 310 933

30.12.2024	20	288 520 042	51	10 287 780 790
30.12.2023	20	295 587 119	52	10 202 009 655
30.12.2022	20	409 583 146	55	9 851 140 736
30.12.2021	16	486 767 158	58	11 126 406 785
30.12.2020	8	125 201 000	61	8 144 544 516
30.12.2019	7	60 963 895	62	7 251 774 912
30.12.2018	6	53 671 536	65	6 638 967 943
30.12.2017	5	62 134 929	68	7 587 935 136
30.12.2016	3	22 806 626	69	6 585 528 406
30.12.2015	3	19 157 304	72	6 533 175 202
30.12.2014	2	15 757 150	77	5 853 752 058
30.12.2013	2	30 828 422	79	5 731 270 189
30.12.2012	1	1 216 555	80	5 602 632 807
30.12.2011	1	1 216 555	83	5 206 002 929
30.12.2010	-	-	88	6 845 984 418

Allikas: autorite koostatud

Sarnast arengumustrit kinnitavad ka aastased muutused tehingute arvus ja käibe suures. Kuni 2019. aastani oli Nasdaq First North turul kauplemisaktiivsus madal ning Nasdaq Balticuga võrreldes marginaalne. See näitab likviidsuse piiratust ning vähest investorite huvi alternatiivturu vastu. Alates 2020. aastast kasvas tehingute arv First Northil hüppeliselt varasema 693 pealt 5229 tehinguni ja sealt edasi 2021. aastaks oli tehingute arv juba 85 365. See kajastub ka tehingute kogukäibes, mis suurenes 2021. aastaks ligikaudu kaheksa korda võrreldes 2020. aastaga. Aastatel 2021 ja 2022 saavutas alternatiivturg aktiivsuse haripunkti sarnaselt põhiturule. See kinnitab eelnevalt kirjeldatud esmaemissioonide buumi mõju, kus turule lisandunud uued ettevõtted ning suurenenud investorite aktiivsus tõid kaasa märkimisväärse kauplemise mahu ja kogukäibe kasvu. (Balti aktsiad, s.a.) Võrreldes põhinimekirjaga oli First North turu

teinguaktiivsus märksa volatiilsem, mis näitab väiksemate ja riskantsemate ettevõtete suuremat tundlikkust turutingimuste muutuste suhtes. Põhinimekirjas püsis tehingute arv kogu perioodi vältel kõrgemal tasemel võrreldes First Northiga kuigi aastatel 2020 ja 2021 oli täheldatav sarnane teinguaktiivsuse kasv, olid muutused põhiturul stabiilsemad. Lisaks on statistika põhjal näha, et First North turu keskmine tehingu väärtus oli oluliselt väiksem võrreldes põhituru tehingutega. See viitab investorite ettevaatlikkusele turul tegutsevatesse ettevõtetesse kapitali suunamisel. Investeerimine selliste ettevõtete aktsiatesse on seotud kõrgema riskiga, kuid samal ajal võib pakkuda investoritele ka suuremat oodatavat tootlust, kuna noorte ettevõtete kasvupotentsiaal on üldjuhul suurem (First North to be launched in the Baltic countries, 2007. b).

Tabel 4

Nasdaq First North ja Nasdaq Baltic põhituru tehingute arv ja käive aastate lõikes

Aasta	First North tehingute arv	First North tehingute käive	Põhituru tehingute arv	Põhituru tehingute käive
2025	44 475	7 051 795	884 925	548 791 601
2024	47 830	4 498 956	952 351	389 610 139
2023	71 858	8 949 599	1 044 692	459 870 913
2022	101 174	15 927 675	1 251 692	613 595 510
2021	85 365	21 383 719	1 220 150	875 921 116
2020	5 228	2 521 280	601 770	450 580 613
2019	693	1 031 616	129 468	265 639 721
2018	936	6 455 569	125 160	323 305 543
2017	934	1 033 860	132 296	298 539 089
2016	170	335 150	114 160	259 692 481
2015	228	266 681	105 904	267 826 312
2014	43	20 363	114 824	223 683 784
2013	35	15 190	136 295	301 504 280

2012	0	0	134 366	282 010 999
2011	0	0	251 533	400 604 191
2010	0	0	335 771	487 910 298

Allikas: autorite koostatud

Seega kinnitab tehingute arvu ja käibe analüüs, et Nasdaq First Northi areng ei väljendu ainult ettevõtete arvu ja turukapitalisatsiooni kasvus, vaid ka märkimisväärses kauplemissaktiivsuse ja käibe suurenemises. Tehingute arvu kasv viitab otseselt investorite huvile ning turu likviidsuse tõusule. Tulenevalt eelnevast järeldavad autorid, et tegemist on turu küpseks muutumise protsessiga, kus alternatiivturust on saamas täheldatav osa Balti kapitaliturust.

2.2. Metoodika ja andmed

2.2.1. Metoodika

Empiirilise uuringu andmed koguti kvalitatiivsel meetodil, mille raames viidi läbi struktureeritud intervjuud First North Baltic nimekirjas noteeritud Eesti ettevõtete esindajatega. Valitud metoodika tuleneb töö eesmärgist selgitada uuritavate ettevõtete väärtuse hindamise praktikaid esmaemissioonil. Intervjuude käigus kogutud andmeid käsitleti temaatilise analüüsi põhimõttel, mille käigus koondati vastused korduvate teemade ja muustrite põhjal. Kvalitatiivne lähenemine võimaldas saada uuritavatest ettevõtetest põhjalikuma ja detailsema ülevaate. Samuti toetasid eelnevalt käsitletud uuringud intervjuude kasutamist andmete kogumise meetodina. Küll aga kaasnevad intervjuu kui andmete kogumise meetodi kasutamisega nii piirangud kui ka tugevused, mis võisid mõjutada tulemuste kvaliteeti. Need tegurid on esitatud järgn

Tabel 5

Intervjuu kui andmete kogumise meetodi tugevused ja nõrkused

Tugevused	Nõrkused
Paindlikkus - intervjuerija saab keerukaid küsimusi täpsustada või selgitada.	Valimi kallutatus - kõik valimisse kuuluvad ettevõtted ei pruugi uuringus osaleda, mistõttu võivad tulemused kajastada vaid teatud tüüpi ettevõtete vastuseid

Kõigi küsimuste vastamine - tagab, et kõigile küsitud küsimustele vastatakse	Madal vastamismäär - osa ettevõtteid võib intervjuust keelduda või mitte vastata, mis vähendab andmete kättesaadavust üldkogumist
Tagasiside võimalus - võimalus anda tagasisidet küsimuste anonüümsuse ja vajalikkuse osas	Vastuste teadlik moonutamine - vastajad lähtuvad uuringu eesmärgist, mitte objektiivsusest.
Avalikult kättesaamatu info kogumine - võimaldab koguda andmeid, mis ei ole avalikult kättesaadavad	Isikliku stiili mõju - intervjuueerija küsimuste esitamise viis, hoiak ja suhtlusstiil võivad mõjutada vastuste sisu
Väikese valimi sobivus - ei eelda suurt vastajate hulka, mis on oluline kitsalt piiritletud valimi puhul	Uuesti kontakteerimise vajadus - kui ettevõttega ei õnnestu esimesel korral kontakti luua, tuleb teha korduvaid pöördumisi, mis suurendab ajakulu

Allikas: Monday, 2020; autorite koostatud

Kuigi intervjuu kui andmete kogumise meetodi kasutamisel leidub kitsaskohti, siis autorite hinnangul ei olnud võimalik kasutada sobivamat andmete kogumise meetodit. Põhiargumendiks valiku pooldamisel oli see, et ettevõtete sisestele väärtushindamisega seotud dokumentidele ja andmetele puudub avalik ligipääs. Seetõttu puudus võimalus kasutada sekundaarseid andmeid uurimisküsimuste piisavaks detailseks vastamiseks. Lisaks võimaldab intervjuu esitada kõiki küsimustikus sisaldavaid küsimusi ning vajadusel lisada ka täpsustavaid küsimusi, kui mõni vastus jääb liiga pinnapealseks. Samuti õigustab intervjuu kasutamist valimi väiksus, sest uuritav ajavahemik võimaldas neid läbi viia kõigi ettevõtetega. Alternatiivina kaaluti veebipõhise küsimustiku vormi kasutamist, kuid sellest loobuti mitmetel põhjustel. Esiteks ei oleks saanud koguda küsimustikuga küllalt detailseid ja süvitsi andmeid, kuna ettevõtte väärtuse hindamise meetodid ja nende põhjendused eeldavad pikemat selgitust. Teiseks kaasneb küsimustiku kasutamisega risk saada vähem vastuseid kui intervjuude puhul, sest küsimustiku täitmiseks ei ole võimalik määrata kindlat aega samal viisil nagu intervjuu korral. Seetõttu sõltuks küsimustiku täitmine suurel määral vastaja enda kohusetundest ja soovist osaleda uuringus. Täiendavalt võib küsimustiku küsimusi mõista või tõlgendada valesti, mis muudab vastused uuringu eesmärgi seisukohalt ebaoluliseks. Seda probleemi võib esile kutsuda ka see, et küsimustiku juures puudub võimalus küsida täpsustavaid või selgitavaid küsimusi, mis

piirab saadud vastuste kvaliteeti võrreldes intervjuuga. Seega järeldavad autorid, et hoolimata intervjuude eeltoodud piirangutest oli vastava andmete kogumise meetodi kasutamine sobivaim.

Empiirilise osa andmete kogumiseks planeeriti intervjuud kolmeteistkümne First North Baltic turul tegutsevate või tegutsenud Eesti ettevõtetega. Hetkel First North börsil noteeritud ettevõtete hulgast oli valimist välja jäetud vaid Estonian Japan Trading Company, kuna antud ettevõttel puudub aktsiatega kauplemise ajalugu. Bakalaureusetöö valim piirdus Eestis tegutsevate First North Baltic turul noteeritud või varasemalt noteeritud ettevõtetega, et tagada uurimisprotsessi teostatavus ning kogutud andmete piisav detailsus. Selline valimi koosseis võimaldas analüüsida aktsia väärtuse hindamise praktikaid erinevate ettevõtete kogemuse põhjal, muuhulgas ka ettevõtete puhul, kes on oma tegevuse praeguseks lõpetanud. Esmane kontakti loomine ettevõtetega toimus telefoni teel, kasutades avalikest allikatest leitud kontaktandmeid. Pärast esmise kontakti loomist ja nõusoleku saamist uuringus osalemiseks edastati telefoni teel saadud e-posti aadressidele täpsustav kiri, mille eesmärk oli leppida kokku sobiv intervjuu toimumisaeg ja asukoht. Juhul kui telefoni teel kontakti luua ei õnnestunud, saadeti ettevõtte üldisele e-posti aadressile uuringut tutvustav kiri koos palvega kinnitada valmisolek intervjuus osalemiseks. Vaheetapp võimaldas autoritel hinnata käesoleva uuringu teostatavust. Pärast sobiva kohtumisaja kokku leppimist edastati osalejatele e-kiri, mille manuses olid intervjuu kaaskiri ja küsimustik. Nende eelnev edastamine võimaldas intervjuueeritavatel küsimuste vastamiseks ette valmistuda. Ettevalmistus puudutas just spetsiifilisemaid küsimusi, mille vastamine võis vajada ettevõtte ajalooliste andmete või dokumentide ülevaatamist.

Intervjuueeritavateks olid ettevõtete määratud esindajad, kes osalesid otseselt esmaemissiooni korraldamises. Intervjuud viidi läbi veebivestlusteks sobinud internetipõhise platvormi kaudu, milleks oli Microsoft Teams. Ettevõtete esindajate poolt saadud vastused transkribeeriti ja esitatakse anonüümsel kujul, mis tagab, et töös tehtud järeldusi ei ole võimalik siduda konkreetsete ettevõtetega. Intervjuude kestused varieerusid sõltuvalt intervjuueeritava suhtlusstiilist. Esimest intervjuud käsitleti pilootintervjuuna, millele järgnevalt tegid autorid täiendusi nii küsimustikus kui intervjuueerimise stiilis, mis muutis järgnevad intervjuud vastuste osas detailsemaks. Pilootintervjuu põhjal oskasid autorid edasiselt vajaduse korral ka täpsustavaid küsimusi paremini esitada. Üldjuhul kestsid intervjuud ligikaudu 30 minutit, kuid esines ka vestlusi, mille kestus ulatus peaaegu ühe tunnini.

Tabel 6

Intervjuude tehnilise poole ülevaade

Vastaja	Ettevõtte tegevusala	Intervjuu toimumise aeg	Intervjuu kestus
Vastaja 1	Tarkvara rakenduste loomine	11.12.2025	22 minutit
Vastaja 2	Innovatiivse teenuslahenduse pakkumine	16.01.2026	30 minutit
Vastaja 3	Digitaalsete lahenduste arendamine	19.01.2026	54 minutit
Vastaja 4	Digitaalsete toodete arendamine	30.01.2026	26 minutit
Vastaja 5	Innovatiivsete lahenduste väljaarendamine	04.03.2026	33 minutit
Vastaja 6	Innovatiivse teenuse pakkumine	18.03.2026	30 minutit

Allikas: autorite koostatud

Töös kasutati tehisintellekti ChatGPT (OpenAI, 2025–2026, kasutatud versioonid o3 ja 5.3–5.5) vahemikus oktoober 2025 – mai 2026 ja Consensus TI (Consensus, 2025) vahemikus oktoober 2025 – detsember 2025. ChatGPT-d kasutati keeleliseks toimetamiseks, inspiratsiooni ja ideede arenduseks ning töö struktuuri täpsustamiseks. Lisaks tõlgiti ChatGPT abil töös esitatud kokkuvõtte inglise keelde. Consensus TI-d kasutati, et saada ülevaade leitud teadusartiklite sisust.

2.2.2. Andmed

Kaalutluste tulemusena valisid autorid andmete kogumise meetodiks intervjuu, mille läbiviimiseks koostasid autorid küsimustiku. Täies mahus küsimustik on leitav töö lisadest. Selle koostamisel lähtuti bakalaureusetöö teoreetilises osas käsitletud Damodarani kirjandustest (2009; 2012). Intervjuu küsimustik jagati teemaplokkideks, et tagada loogiline ülesehitus ning uurimiseesmärgi järjepidev käsitlemine. Teemaplokkid olid järgmised:

Tabel 7

Küsimustiku teemaplokkide funktsioonide kirjeldus

Temaatiline plokk	Küsimuste ülesanne/funktsioon
-------------------	-------------------------------

Taustaküsimused	Eesmärk oli tutvuda ettevõtte esindajaga ning tema ametipositsiooniga ettevõtte siseselt
Varasem kogemus	Hinnata ettevõtte esindaja eelnevat kokkupuudet ning kogemust esmaemissioonil ja saada aru noteerimisotsuse põhjustest
Ettevõtte väärtuse hindamisega seotud osapooled	Tuvastada, kes osalesid ettevõtte väärtuse hindamise protsessis (nt ettevõtte sisesed töötajad, nõustajad)
Väärtuse hindamise meetodid ja kasutatud andmed	Tuvastada kasutatud väärtuse hindamise lähenemised, andmed ja nende valiku põhjused
Märkimishinna kujunemine ning õppetunnid emissiooniprotsessist	Analüüsida aktsia märkimishinna määramise protsessiga seotud tegureid, investorite rolli ja emissioon kogemusi

Allikas: autorite koostatud

Selline küsimuste jaotus ning põhjalikkus võimaldas käsitleda aktsia väärtuse hindamise protsessi detailselt algusest lõpuni ja seejuures kaardistada kasutatud hindamispraktikate sarnasusi ja erinevusi. Intervjuu küsimustik koosnes kahekümne ühest küsimusest. Kogutud andmed keskendusid peamiselt ettevõtete otsustus- ja valikuprotsessidele ettevõtte väärtuse hindamisel esmaemissioonil. Intervjuud fokuseerisid nii varasemas kirjanduses esitatud küsimustele, kui ka autorite teemaspetsiifilisest nägemusest tulenevatele täiendavatele aspektidele, mida sooviti käsitleda võimalikult tervikliku tulemuse saavutamiseks. Varasemale kirjandusele tuginevad faktorid:

- milliseid hindamismeetodeid kasutasid ettevõtted väärtuse hindamisel;
- millistele andmetele tugineti väärtuse hindamisel;
- mil määral kasutati väärtuse hindamisel diskonteerimist ja alla- või ülehindlust;
- kuidas kujunes lõplik aktsia märkimishinna määramine.

Autorite nägemuse põhjal tuletatud lisaaspektid:

- mil määral arvestati väärtuse hindamisel ettevõttespetsiifiliste riskidega;

- milline oli investori huvi ja First North turuolukorra mõju hinnastamisele.

Saadud vastused transkribeeriti ja nende põhjal loodi MS Excelis koondtabel iga küsimuse lõikes. Kogutud andmete analüüsi käigus kõrvutati intervjuudest saadud vastused ning tuvastati ühisjooned ettevõtete aktsia väärtuse hindamise praktikates. Tulemusi võrreldi töö teoreetilises osas esitatud järeldustega, et hinnata praktikate kooskõla First North Baltic turul rakendatud lähenemistega.

2.3. Tulemused ja arutelu

Empiiriline analüüs selgitab, milliseid aktsia väärtuse hindamise meetodeid kasutatakse esmaemissioonil First North Baltic turul. Analüüsi tulemused põhinevad läbiviidud intervjuudel, tulemuste arutelus toovad autorid välja sarnasusi ning erisusi intervjuude vastustes plokkide kaupa. Selline lähenemine annab lugejale selgema pildi hindamisprotsessist ning selle sidususest töö teoreetilises osas toodud järeldustega.

Taustaküsimused ning varasem kogemus nii ettevõtluses kui ka esmaemissiooni protsessis

Kõik intervjueeritavad töötasid intervjuude tegemise ajal ettevõttes juhtival ametipositsioonil. Varasemat ettevõtluskogemust enne esmaemissiooni läbimise protsessi oli samuti kõigil juba pikaajaliselt, jäädes vahemikku 6-23 aastat. Üldjoontes puudus intervjueeritavatel varasem kogemus ettevõtte esmase avaliku pakkumise läbiviimise protsessi osas, kuid üks vastaja oli sellega ka varasemalt kokku puutunud. Noteerimise põhjuseks töid ettevõtted välja järgnevad eesmärgid:

- neljal korral sooviti kaasata lisakapitali (Vastaja 1, Vastaja 2, Vastaja 3, Vastaja 4);
- neljal korral sooviti suurendada ettevõtte nähtavust ja tugevdada kvaliteedimärki, mis parandab ettevõtte tõsiseltvõetavust ja usaldust partnerite seas (Vastaja 1, Vastaja 4, Vastaja 5, Vastaja 6);
- kahel korral sooviti soodustada rahvusvahelist laienemist (Vastaja 5, Vastaja 6);
- ühel korral sooviti suurendada enda atraktiivsust tööandjana, kasutades börsiettevõtte staatusega kaasnevat alternatiivset töötasu maksmise võimalust (Vastaja 1).

Saadud vastuste usaldusväarsust kinnitab asjaolu, et kõik intervjueeritavad osalesid otseselt esmaemissiooni protsessis, millest tulenevalt said nad anda adekvaatset informatsiooni ettevõtte sisese väärtuse hindamise ja tehtud valikute kohta.

Ettevõtte väärtuse hindamisega seotud osapooled

Pooltes ettevõtetes kasutati aktsia väärtuse hindamisel väliste nõustajate abi (Vastaja 1, Vastaja 3, Vastaja 5). Vastaja 1 valis nõustajad varasema koostöökogemuse põhjal. Vastaja 3 kaasas nõustajad, kellel oli varasem kogemus startup ettevõtete raha kaasamise protsessides. Vastaja 5 lähtus nõustaja valikul peamiselt teenuse kättesaadavusest ja maksumusest. Samas kasutasid kõik ettevõtted mingil määral väliseid nõustajaid tehnilise või juriidilise toe saamiseks. Juriidilisi nõustajaid kasutas kolm ettevõtet (Vastaja 1, Vastaja 3, Vastaja 4) ning tehnilise toe nõustajaid kasutas neli ettevõtet (Vastaja 1, Vastaja 2, Vastaja 3, Vastaja 5). Autorite leiavad, et nõustaja kasutus aktsia väärtuse hindamisel viitab selle olulisusele praktikas. Väärtuse täpsema ja usaldusväärsema hindamise tagamiseks oleks eelistatud, kui kõik ettevõtted kaasanuks vastava valdkonna spetsialisti.

Väärtuse hindamise meetodid ja kasutatud andmed

Intervjuudest ilmnes, et aktsia väärtuse hindamisel kasutati mitmesuguseid lähenemisi ning ühte domineerivat meetodit ei saa välja tuua. DCF meetodit arvutas kolm ettevõtet (Vastaja 1, Vastaja 2, Vastaja 5), kellest kaks kasutasid seda otseselt aktsia väärtuse hindamisel (Vastaja 1, Vastaja 5). Andmete ja sisenditena kasutati finantsnäitajate prognoose, sealhulgas muutusi rahavoogudes, bilansis ja kasumis, ning antud tulemused diskonteeriti tänasesse väärtusesse. Nende ettevõtete ühiseks tunnuseks oli küpsemas arengufaasis paiknemine ning pikem tegevusajalugu võrreldes ülejäänud ettevõtetega, kes DCF meetodit ei rakendanud. Tulemus on kooskõlas Orcutt (2020) järeldustega, mille kohaselt on noorte ettevõtete rahavoogude prognoosimine keeruline ja ebatäpne. Seetõttu on autorite arvates DCF meetodi praktiseerimata jätmise varajases arengufaasis ettevõtete puhul põhjendatud. DCF meetodi kasutamata jätmist põhjendati erinevalt. Vastajate 3, 4 ja 6 puhul oli see põhjustatud finantsandmete puudulikkusest, mis tulenes ettevõtete varajasest arengufaasist. Vastaja 2 küll arvutas DCF meetodil tugineva väärtuse, kuid omanikel oli eelnevalt kujunenud kindel visioon ettevõtte väärtusest, mistõttu mudelist saadud tulemust ei arvestatud.

Võrdlusmeetodit kasutasid samad ettevõtet, kes olid eelnevalt ka DCF meetodit rakendanud (Vastaja 1, Vastaja 5). Võrdlusandmetena kasutati teiste avalike ettevõtete finantsnäitajaid. Selline lähenemine on kooskõlas töö teoreetilises osas kirjeldatud võrdlusmeetodi klassikalise praktiseerimisega. Võrdlusmeetodit kasutanud ettevõtted olid samuti küpses elueas, millest lähtuvalt olid adekvaatsed andmed sarnaste võrreldavate ettevõtete ja pika

finantsajaloo näol kättesaadavad. Võrdlusbaasiks ei kujunenud ainult First North turul noteeritud ettevõtted, vaid kasutati ka teistel välistel turgudel tegutsevaid ettevõtteid. See kinnitab Damodarani (2009) seisukohta, et võrdlusmeetodi usaldusväärsus ja kasutatavus sõltub tugevalt võrreldavate ettevõtete olemasolust. Lisaks rakendasid küpsemad ettevõtted mitut hindamispraktikat paralleelselt, et kontrollida saadud tulemuste usaldusväärsust. See on kooskõlas Damodarani (2009) järeldusega, et erinevate meetodite kombineerimine aitab saavutada tasakaalustatuma tulemuse aktsia õiglasest väärtusest.

Ülejäänud neljast ettevõttest rakendasid Vastajad 3 ja 4 varasemate esmaemissiooni andmete võrdlust, mille raames tuletati ettevõtte väärtust varasemate First North turu valuatsioonide põhjal. See viitab, et First North turul kasutatakse võrdlusmeetodit laiemas tähenduses, kui ainult finantstulemuste võrdlus ning lähtutakse ka investori valmisolekust investeerida riskantsetesse ettevõtetesse. Autorite arvates näitab see, et turul kujunevad hindamispraktikad osaliselt turupõhiseks, kus väärtuse hindamisel arvestatakse lisaks finantsnäitajatele ka investorite käitumist ning varasemate emissioonide mustreid.

Dividendide diskonteerimise meetodit ei kasutatud ühelgi korral. Tulemus on kooskõlas töö teoreetilises osas välja toodud (Orcutt, 2020; Damodaran, 2012; Roosenboom, 2007) mõtetega, mille kohaselt on noorte ettevõtete väärtuse hindamisel raske kasutada DDM-i, sest:

- need ettevõtted on kahjumis, mis ei võimalda neil maksta dividende;
- neil puudub selgelt välja kujundatud dividendipoliitika;
- nende kasum reinvesteeriakse.

Lisaks tõi Roosenboom (2007) välja, et DDM meetodit kasutatakse pigem vanemate ja küpsemate ettevõtete väärtuse hindamisel. Käesoleva töö raames intervjueeritud ettevõtted olid üldjuhul kasvu- ja arengufaasis, mistõttu oli meetodi kasutamine siinkohal problemaatiline. Autorite hinnangul oli saadud tulemus ootuspärane töö teoreetilises osas käsitletud kirjanduse põhjal.

Vastajad 2 ja 6 ei kasutanud ühtegi eelpool välja toodud rahandusteoreetilist lähenemist. Selle asemel tugineti ettevõtte väärtuse määramisel omanike tunnetusele ja lähiringkonnas kujunenud arvamustele. Vastaja 6 põhjendas lähenemiste kasutamata jätmist sellega, et pakutav toode ei olnud täielikult veel välja arendatud, mistõttu oli finantsandmetel põhinevate meetodite kasutamine keeruline. Samuti lisasid mõlemad ettevõtted, et võrdlusmeetodi rakendamist piiras

võrreldavate ettevõtete puudumine turul. Täiendavalt analüüsis Vastaja 6 ettevõtte maailmaturgu, mille raames uuriti turu nõudlust ja pakkumist eri riikides oma tootele ning tuletati ettevõtte tegevuse potentsiaal.

Tabel 8

Aksia väärtuse hindamise lähenemiste koondtabel

Intervjueeritavad	DCF meetod	Võrdlusmeetod	Võrdlus varasemate aktsiaemissioonide märkimishindega	DDM	Omanike visioon ja tunnetus
Vastaja 1	X	X			
Vastaja 2					X
Vastaja 3			X		
Vastaja 4			X		
Vastaja 5	X	X			
Vastaja 6					X

Allikas: autorite koostatud

Märkimishinna kujunemine ning õppetunnid emissiooniprotsessist

Intervjuude põhjal ilmnes, et ettevõttespetsiifiliste riskidega arvestasid aktsia väärtuse hindamisel Vastajad 1, 3, 4 ja 6 vastavalt tole hetke perspektiividest lähtuvalt. Ettevõtte riske kajastati peamiselt läbi madalama aktsia märkimishinna. Vastajaga 2 läbiviidud intervjuu kohta puuduvad riskide hindamisega seotud andmed, kuna vastav küsimus lisati küsimustikku pärast teist intervjuud ning küsimuse täpsustavale e-kirjale Vastaja 2 ei vastanud.

Lisaks riskide hindamisele ja selle arvestamisele aktsia märkimishinnas kasutati ka otsest aktsia väärtuse allahindlust. Sellist teadlikku allahindlust rakendasid Vastajad 1 ja 4. Vastaja 4 tõi allahindluse põhjusena välja, et esialgne madalam hinnastus võimaldab positiivsema aktsia hinna liikumise järgmiste kapitali kaasamiste juures, kaitstes samal ajal ettevõtet ja varasemaid investoreid. Vastaja 1 kasutas allahindlust, et tõsta investorite huvi ja arvestada First North madalama likviidsusega, mis võib muuljuhul põhjustada aktsiate atraktiivsuse vähesust. See on kooskõlas Kim & Ritter (1999) mõttega, kus aktsiate teadlikku allahindlust rakendatakse, et suurendada investorite huvi ning vähendada emissiooniga seotud riske.

Intervjuude põhjal saadi teada, et märkimishinna kujunemisel mängis rolli ka First North turu madalam likviidsus. Madalam likviidsus tähendab, et aktsiatega kauplemine järelturul võib olla piiratud, kuna sobiva hinnaga ostja või müüja leidmine on raskendatud, mis omakorda suurendab investori riski. Vastajad 1, 2 ja 5 tõid välja, et aktsia madalam hind võrreldes õiglase väärtusega oli tingitud just turu madalast likviidsusest. Lisaks tunnetas Vastaja 4 küll likviidsusega seonduvat riski, kuid hinna korrigeerimise asemel püüdis seda maandada aktsia turundamise ja seeläbi investorites huvi tekitamisega. Vastajad 3 ja 6 ei arvestanud likviidsusega üldse. Vastaja 3 põhjendas seda väitega, et pigem võis probleemiks osutada hoopis turu sentiment ja ettevõtte äriidee. Sel puhul viitas vastaja hinnang sellele, et inimeste pangakontodel hoitavad säästud on piisavad potentsiaalse likviidsuse tagamiseks. Vastaja 6 põhjendas likviidsusega arvestamata jätmist sellega, et ettevõtte noteerimise hetkel puudus First Northil piisav ajalugu likviidsusega kaasnevate tegurite adekvaatseks hindamiseks. Autorite arvates on turu madalama likviidsuse riskidest põhjendused loogilised, kuna töös esitatud Tabeli 4 põhjal on First North turul tehingute arv drastiliselt vähenenud alates 2022. aastast. Madalam likviidsus suurendab investorite riske, mistõttu ei pruugi praegustes turutingimustes olla võimalik pakkuda aktsia õiglasel väärtusel põhinevat märkimishinda, vaid on vaja konservatiivsemat hinnastamist.

Märkimishinna tuletamise juures uurisid autorid, kas ja kuidas arvestasid ettevõtted turu valmisoleku ning investorite huviga. Vastajad 1, 2, 4, 5 ja 6 tõid välja, et nimetatud faktoritega nad ei arvestanud. Pigem eeldati, et investorite huvi on esmaemissioonil garanteeritud. Vastaja 3 arvestas märkimishinna kujundamisel investorite huviga, tuginedes varasematele edukatele emissioonidele First North turul ning läks selle põhjal julgemalt turule. Praktikas osutus see hinnang aga liialt optimistlikuks, mistõttu ei märgitud kogu emiteeritud aktsiate mahtu täis. Seda mõjutas autorite hinnangul ka First North turu üldine jahtumine. Turu valmisolekut otseselt ei hinnanud ükski ettevõtte. Selle asemel püüti ebakindlust kompenseerida läbi aktiivse turunduse ja teavitustöö, et suurendada nähtavust ning investorite huvi. Vastajad 3 ja 4 kasutasid investoritega suhtlemiseks foorumeid, kus vastati tekkinud küsimustele ja kujundati suuremat usaldust.

Tabel 9

Aktsia märkimishinna tuletamist mõjutavate tegurite ja võtete koondtabel

Intervjueeritav	Ettevõttespetsiifilised riskid	Teadlik allahindlus	First Northi likviidsuse tase	Turu valmisolek ja investori huvi
Vastaja 1	X	X	X	
Vastaja 2	-		X	
Vastaja 3	X			X
Vastaja 4	X	X		
Vastaja 5			X	
Vastaja 6	X			

Allikas: autorite koostatud

Peamise väljakutsena toodi välja aktsia väärtuse hindamisega kaasnevat ebakindlust. See tulenes prognooside tegemise keerukusest, võrdlusandmete puudusest ning vajadusest arvestada tulevaste kapitali kaasamiste voorudega. Vastajad 1 ja 5 tõid täiendava väljakutsena esile ettevõtte noteerimise protsessi, sellega kaasnevat märkimisväärse ressursikulu ning ettevõtte restruktureerimise vajadust. Vastaja 5 jaoks avaldas noteerimisprotsessi mahukus negatiivset mõju ettevõtte igapäevategevusele, mille tulemusena langesid ajutiselt nii käive kui ka müük.

Noteerimisest saadud õppetundide hulgast peeti olulisemaks õiglast aktsia väärtuse hindamist. Vastajad 1 ja 3 leidsid tagantjärei, et hindasid oma ettevõtte väärtust liiga kõrgelt. Samas oleks Vastaja 6 soovinud määrata kõrgema märkimishinna ning kaasata seeläbi rohkem kapitali. Lisaks rõhutas Vastaja 4, et aktsia hinna tõusu korral järelturul on otstarbekas kaasata täiendavat kapitali lisavoorude kaudu, kuna hilisemates turutingimustes võib see keerukaks osutuda. Vastajad 2 ja 5 nentisid, et neil märkimisväärsed õppetunnid puudusid, kuna aktsia väärtus oli nende arvates õiglaselt hinnatud.

Töö autorite poolt läbiviidud intervjuude põhjal ilmnas, et ettevõtted ei kasutanud ühte domineerivat hindamismeetodit või lähenemist. DCF meetodit, võrdlusmeetodit, võrdlust varasemate emissioonidega ja omanike visiooni õiglasest väärtusest kasutati võrdselt, kuna igat lähenemist rakendas kaks kuuest intervjueeritud ettevõttest. Saadud tulemused viitavad sellele, et praktikas sõltub hindamismeetodi valik eelkõige ettevõtte spetsiifikast ja arengufaasist. Kõrgemas elufaasis ettevõtetel on võimalik prognoosida tulevase rahavooge, mistõttu on

finantsmeetodite kasutus põhjendatud. Samas noorematel ettevõtetel on finantsmeetodite rakendamine raskendatud, eriti kui ettevõtte on kahjumlik või puudub finantsajalugu. Sarnasele järeldusele jõudis ka Damodaran (2009), kelle hinnangul piiravad lühike finantsajalugu ja kahjumlikkus traditsiooniliste finantsmeetodite praktiseerimist ning ettevõtte väärtus sõltub suurel määral tuleviku kasvupotentsiaalst. Autorite varasemalt välja toodud seisukohta alapeatükis 1.3. võrdlusmeetodi kasutamise kohta First North turul kinnitavad vastajate poolt välja toodud põhjendused. Vastajate 2, 4 ja 6 hinnangul on võrdlusmeetodi kasutamine First North turul piiratud eeskätt sobivate võrdlusettevõtete vähesuse tõttu. Probleemi süvendab asjaolu, et ettevõtted tegutsevad turul valdavalt nišivaldkondades, mistõttu on sobivate võrreldavate ettevõtete leidmine koduturul keeruline. Lisaks on raske hinnata oma ettevõtte väärtust teistel turgudel tegutsevate ettevõtetega, kuna turgude struktuurid ja mahud erinevad märkimisväärselt First North turust. Ka dividendide diskonteerimise meetodi puhul sai autorite varasem eeldus 1.3. alapeatükis kinnitust, mis selgitas DDM-i rakendamise keerukust First North turul ettevõtete dividendimaksete puudumise tõttu. Samas ei ole leitud tulemus kooskõlas töö teoreetilises osas toodud uuringutega, kus DDM-i kasutamise määr oli vastavalt 49% ja 59,2%. Erinevusi tulemustes põhjustavad autorite hinnangul uuritud turgudel tegutsevate ettevõtete eripärad nii vanuses kui ka tegutsemise sektoris.

Eriti ilmneb seos alapeatükiga 1.2., kus autorid käsitlesid noorte ettevõtete hindamise eripärasid. Klassikaliste rahandusteoreetiliste lähenemiste asemel kasutati alternatiivseid lahendusi. See viitab, et First Northil rakendatud hindamispraktikad tuginevad pigem hinnangutele kui rangetele finantsmeetoditele. Sarnaste meetodite kasutusotstarvet toetab ka Deloof, De Maeseneire ja Inghelbrecht (2009), kelle kohaselt traditsioonilise võrdlusmeetodi kasutamine on siinses kontekstis piiratud, kuna see ei arvesta piisavalt ettevõttespetsiifiliste tulevaste rahavoogude, kasvuvõimaluste ega riskidega. Lisaks kinnitab seda seisukohta Damodaran (2009), kes rõhutab noorte ettevõtete finantsandmete puudulikkusest tulenevat rahandusteoreetiliste meetodite rakendatavuse piiratust. Kuigi omanike visioonil tuginev ettevõtte väärtuse hindamine oli põhjendatud rahandusteoreetiliste meetodite kasutamisega seonduvate raskustega, siis autorite arvates vähendab selline lähenemine saadud tulemuse kontrollitavust ja usaldusväärsust. Sellisel viisil leitud aktsia väärtus võib olla ebatäpne, mis kahjustab emissiooni edukust. Täiendava probleemina ilmneb teadmatus investori hinnangu osas aktsia õiglase hinna

kohta, kuna investorid soovivad eeldatavasti oma investeringu hindamisel tugineda meetodite põhiselt leitud väärtushinnangutele. Autorite hinnangul on omanike visioonil põhinev lähenemine põhjendatud üksnes ettevõtte varajases arengufaasis ning olukorras, kus puuduvad võrreldavad ettevõtted. Sellisel juhul on siiski vajalik läbi viia põhjalik turu- ja investorianalüüs, et hinnata investorite ootusi ettevõtte väärtusele.

Lisaks ilmnes seos alapeatükis 1.3. käsitletud turuteguritega. Kuigi otsest allahindlust rakendas vaid kaks ettevõtet, siis neli ettevõtet arvestas ettevõttespetsiifiliste riskidega ning kolm likviidsusega. See viitab sellele, et aktsia märkimishinna määramisel pööratakse suuremat rõhku turu üldistele eripäradele. Tulemus on kooskõlas Roosenboomi (2007) järeldusega, kus väiksemate ja nooremate ettevõtete puhul on kõrgema riski tõttu aktsia allahindlus sagedam, kuna investorid nõuavad sellele vastavat suuremat oodatavat tootlust.

Töö uudsus seisneb selles, et varasemates uuringutes ei ole käsitletud ettevõtte väärtuse hindamist omanike visiooni ja tunnetuse põhjal. Saadud tulemused viitavad sellele, et lähenemise kasutamine on seotud uuritava turu eripäradega, eelkõige selle väikese mahu ning noteeritud ettevõtete varajase arengufaasiga, mistõttu on sisendid rahandusteoreetiliste lähenemiste rakendamiseks puudulikud. Seeläbi täiendatakse olemasolevat käsitlust noorte ettevõtete väärtuse hindamisest, pakkudes uut vaatenurka hindamispraktikate mõistmiseks nii First North turul kui ka teistel alternatiivturgudel. Autorite arvates ei ole varasemates uuringutes omanike visiooni ja tunnetust käsitletud eelkõige seetõttu, et uuritavad turud on olnud küpsemas arengufaasis. Sellistel turgudel noteeritud ettevõtetel on kohustus avalikustada oma kasutatud hindamismeetodeid, mistõttu subjektiivsetel hinnangutel põhinevad lähenemised ei oleks investorite jaoks piisavalt usaldusväärsed.

Läbiviidud uuringu tulemuste tõlgendamisel tuleb arvestada mitmete piirangutega. Esiteks koosnes autorite analüüs suhteliselt kitsast valimist, mille hulgast intervjueriti First North turul kuute Eestis tegutsevat või tegutsenud ettevõtet ja seetõttu ei peegelda tulemused kõigi noteeritud ettevõtete hindamispraktikaid. Seetõttu ei saa tulemusi üldistavalt käsitleda, kuna rakendatud hindamispraktikate jaotus võib muutuda, seda eriti kui võtta valimisse veel Lätis ja Leedus tegutsevad ettevõtted. Töö tulemused viitavad küll hindamispraktikate mitmekesisusele, kuid järeldusi ei saa luua kogu First North Baltic turu või teiste alternatiivturgude lõikes. Edasised uuringud võiks hõlmata Läti ja Leedu emitente, mis

võimaldaks kontrollida käesoleva töö tulemusi terve First North Baltic turu raames. Samuti võiks lisada edasiste uuringute valimisse Nasdaq Nordic alla kuuluva Nasdaq First North Growth Marketi, et hinnata võimalikke riigipõhiseid erinevusi hindamispraktikate rakendamise ja märkimishinna kujundamise raames. Lisaks saaks hinnata, kas omanike visioonil ja tunnetusel põhinevat ettevõtte väärtuse leidmist kasutatakse laialdasemalt ka teiste riikide emitentide poolt. Selline lähenemine aitaks paremini mõista subjektiivsete hindamismeetodite rolli ettevõtte väärtuse leidmisel alternatiivturgudel, kus tegutsevad noores elueas ettevõtted.

Käesoleva töö tulemused kinnitavad, et uuritud ettevõtted kasutasid hindamispraktikaid, mis vastavad varajases arengufaasis paiknevate ettevõtete väärtuse hindamise eripäradele, mida iseloomustavad paindlikud lähenemised, mitte ranged rahandusteoreetilised meetodid. Lisaks esineb suurt hindamispraktikate varieeruvust vastavalt ettevõtte arengufaasile. Töö raames läbiviidud intervjuude tulemused erinevad osaliselt teорияosas käsitletule. Seda just praktiseeritud rahandusteoreetiliste meetodite kasutussageduse puhul. Leitud tulemusi ilmestab Ludwig von Misesi ütlus, et “Elu ja reaalsus pole loogilised ega ebaloogilised; nad lihtsalt on.” (Mises, 1949, lk 67–68). See peegeldab asjaolu, et praktikas kujunevad aktsia hindamise lähenemised sageli kontekstipõhiselt ega ole täielikult kooskõlas teoreetilise raamistikuga.

Kokkuvõte

Bakalaureusetöö eesmärk oli selgitada aktsiate väärtuse hindamise praktikaid esmaemissioonil First North Baltic turul noteeritud ettevõtete näitel. Selle raames uuriti nii rahandusteoreetilisi lähenemisi kui ka nende rakendamist praktikas ettevõtete väärtuse hindamisel. Töö keskendus eelkõige varajases elufaasis paiknevate ettevõtete hindamise eripärade uurimisele.

Töö teoreetiline osa näitas, et esmaemissioonide väärtuse hindamisel puudub universaalselt rakendatav ja domineeriv lähenemine. Selgus, et diskonteeritud rahavoogude meetodi, dividendide diskonteerimise meetodi ja võrdlusmeetodi rakendatavus sõltub suurel määral ettevõtte arengufaasist. Varajases elufaasis ettevõtete puhul on väärtuse hindamine raskendatud piiratud finantsajaloo, kõikuvate või puudulike rahavoogude ning ebakindla ettevõtte pikaajalise jätkusuutlikkuse tõttu. Seepärast ei pruugi ükski finantsteoreetiline mudel anda piisavalt usaldusväärseid väärtushinnanguid, mistõttu kasutatakse saadud tulemusi pigem orientiirina. Sageli rakendatakse mitut hindamismeetodit korraga, et saada tasakaalustatud ülevaade ettevõtte võimalikust väärtusest. Selline lähenemisviis võimaldab vähendada üksikute meetodite puudujääke ning võimaldab täpsemalt hinnata ettevõtte õiglast väärtust.

Töö empiirilises osas viidi läbi kuus intervjuud First North Baltic turul noteeritud ettevõtete esindajatega, et välja selgitada sealsed hindamispraktikad. Saadud tulemused näitasid, et ühte domineerivat praktikat aktsia väärtuse hindamisel ei esinenud. Diskonteeritud rahavoogude meetodit, võrdlusmeetodit, omanike hinnangut õiglase väärtuse kohta ning võrdlust varasemate emissioonidega kasutati intervjuueritud ettevõtete seas kahel juhul kuuest. Samas kujunes välja seos ettevõtte arengufaasi ja rakendatud lähenemiste vahel. Vanemad ja küpsemad ettevõtted kasutasid finantsteoreetilisi mudeleid kombineeritult. Seevastu tuginesid varajases arengufaasis ettevõtted varasemate turul noteeritud esmaemissioonide väärtushinnangutele ning subjektiivsetele hinnangutele.

Lisaks selgus, et aktsia märkimishinna kujunemisel arvestati eelkõige ettevõtte spetsiifiliste riskide ja First North turu madalama likviidsuse tasemega. Teadlikku allahindlust kasutati seejuures harvemini ning peamiselt emissiooni edukuse suurendamiseks. Saadud tulemused on kooskõlas varasema kirjandusega, mille kohaselt noorte ja alternatiivturul

tegutsevate ettevõtete väärtuse hindamine on tugevalt seotud ebakindluse ja turu üldise sentimendiga.

Bakalaureusetöös läbiviidud intervjuud näitavad, et hindamispraktikad erinevad osaliselt teoreetilises osas käsitletud meetoditest. Praktikas ei järgitud rangeid rahandusteoreetilisi mudeleid, vaid kasutati ka paindlikke lähenemisi. Sellest tulenevalt võib järeldada, et esmaemissioonide väärtuse hindamine on mitmekülgne protsess, mille raames rakendatavate lähenemiste valik sõltub nii ettevõtte arengufaasist kui ka konkreetse turu eripäradest.

Kasutatud allikad

1. Anesten, S., Möller, N., Skogsvik, K., & Skogsvik, S. (2019). The pricing accuracy of alternative equity valuation models: Scandinavian evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 1–30, doi: 10.1111/jifm.12097
2. Balti aktsiad. (s.a.). Nasdaq Baltic. Vaadatud 08.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/statistics>
3. Baltimaade alternatiivturule tuleb esimene ettevõtte Goldinvest Asset Management. (2011). Nasdaq Baltic. Vaadatud 05.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/et/news/baltimaade-alternatiivturule-tuleb-esimene-ettevote-goldinvest-asset-management/>
4. Consensus. (2025). Consensus AI [artificial intelligence tool]. <https://consensus.app/>
5. Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. *SSRN Electronic Journal*, doi: 10.2139/ssrn.1418687
6. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
7. Deloof, M., De Maeseneire, W., & Inghelbrecht, K. (2009). How do investment banks value Initial Public Offerings (IPOs)? *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 130–160, doi: 10.1111/j.1468-5957.2008.02117.x
8. Ferraro, O. (2020). A brief overview of the IPO valuation methods. *International Journal of Business and Management*. 15(12), 41–51. doi: 10.5539/ijbm.v15n12p41
9. First North Growth Market - Europe's Leading SME Marketplace for Growth and Scale. (s.a.). Nasdaq Baltic. Vaadatud 03.12.2025 Retrieved from <https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/nordic/first-north>
10. First North to be launched in the Baltic countries. (2007. a). Nasdaq Nordic. Vaadatud 03.12.2025 Retrieved from <https://www.globenewswire.com/news-release/2007/5/7/98617/0/en/First-North-to-be-launched-in-the-Baltic-countries.html>

11. First North to be launched in the Baltic countries. (2007. b). Nasdaq Baltic. Vaadatud 05.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/news/first-north-to-be-launched-in-the-baltic-countries/>
12. Glaum, M., & Friedrich, N. (2006). After the “bubble”: Valuation of telecommunications companies by financial analysts. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17(2), 161–181, doi: 10.1111/j.1467-646X.2006.00125.x
13. Kim, M., & Ritter, J. R. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 409–437, doi: 10.1016/S0304-405X(99)00027-6
14. Koop, G., & Li, K. (2001). The valuation of IPO and SEO firms. *Journal of Empirical Finance*, 8(4), 375–401, doi: 10.1016/S0927-5398(01)00033-0
15. Le, P. L., Thach, D. K. (2022). Factors affecting the volatility of post-IPO stock prices: Evidence from state-owned enterprises in Hanoi Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(5), 409–419, doi: 10.13106/jafeb.2022.vol9.no5.409
16. List of Markets (s.a.). Nasdaq Baltic. Vaadatud 04.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/market-information/about-the-markets/>
17. Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161–1183, doi:10.1287/mnsc.30.10.1161
18. Mis on First North turg? (2023). Nasdaq Baltic. Vaadatud 05.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/et/news/mis-on-first-north-turg>
19. Mitmepoolse kauplemisüsteemi First North reglement. (2025). Nasdaq Baltic. Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/wp-content/uploads/First-North-TLN-EST.pdf>
20. Mises, L. von. (1949). Human Action: A Treatise on Economics. *New Haven: Yale University Press*.
21. Monday, T. (2020). Impacts of Interview as Research Instrument of Data Collection in Social Sciences. *Journal of Digital Art & Humanities*, 1(1), 15–24, doi: 10.33847/2712-8148.1.1_2
22. OpenAI. (2025–2026). ChatGPT (versions o3, 5.3–5.5) [large language model]. <https://chatgpt.com/>

23. Orcutt, J. L. (2020). Valuing young startups is unavoidably difficult: Using (and misusing) deferred-equity instruments for seed investing. *Tulsa Law Review*, 55(3), 469–533.
doi:10.2139/ssrn.4962293
24. Roosenboom, P. (2007). How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market. *Contemporary Accounting Research*, 24(4), 1217–1243, doi: 10.1506/car.24.4.7
25. Roosenboom, P. (2012). Valuing and pricing IPOs. *Journal of Banking & Finance*. 36(6), 1653–1664, doi: 10.1016/j.jbankfin.2012.01.009
26. Share list. (s.a.). Nasdaq Baltic. Vaadatud 05.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/statistics/en/shares?list=first-north>
27. Turgudest. (s.a.). Nasdaq Baltic. Vaadatud 05.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/et/turuinfo/turgudest/>
28. Turukapitalisatsioon. (s.a.). Nasdaq Baltic. Vaadatud 04.04.2026 Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/capitalization>
29. Väärtpaperite noteerimisnõuded. (2022). Nasdaq Tallinn. Retrieved from <https://nasdaqbaltic.com/wp-content/uploads/page/nasdaq-tallinna-borsi-reglement/NN-01-04-2022-SPAC-est-clean-Final.pdf>
30. Väärtpaperituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadus. (2017). Riigi Teataja. Vaadatud 05.04.2026 Retrieved from <https://www.riigiteataja.ee/akt/130122017003>
31. Watson, J., & Everett, J. (1996). Do small businesses have high failure rates? Evidence from Australian retailers. *Journal of Small Business Management*, 34(4), 45–62.

LISA A

Varasemas kirjanduses käsitletud aktsia väärtuse hindamise lähenemiste koonddtabel

Viide	1. Valim, 2. Aktsia väärtuse hindamise lähenemiste kasutus (%), 3. Allahindlus ja alahinnastamine esmaemissioonil (%).	Põhjäreldused
Deloof, De Maeseneire & Inghelbrecht (2009)	1. 49 IPO-t (Belgia, 1993-2001), 2. Võrdlusmeetod = 81,6%; DCF = 100%; DDM = 49%, 3. Keskmise esmaemissiooni allahindlus oli 19,3%	DCF oli esmaemissioonide väärtuse hindamisel keskne meetod ning pakkumishind kujunes peamiselt selle alusel. Kuigi paralleelselt rakendatati ka teisi meetodeid tulemuse kontrollimiseks. Leiti, et ettevõtete allahindlus on hinnastamisstrateegia teadlik osa, mitte meetodiline viga.
Kim & Ritter (1999)	1. 190 IPO-t (USA, 1992-1993), 2. Võrdlusmeetod = 100%, 3. Alahinnastatust ei ole välja toodud	Võrdlusmeetodi täpsus sõltus suurel määral andmete kvaliteedist. Ajalooliste finantsandmete asemel tuleks noorte ettevõtete puhul kasutada prognoosidel põhinevaid suhtarve, et parandada ettevõtte väärtuse hindamise täpsust. Võrdlusmeetod oli pigem täiendav abivahend kui iseseisev ettevõtte väärtuse hindamise meetod.
Koop & Li (2001)	1. 2969 IPO-t (USA, 1985-1998), 2. Finantsnäitajad (kasum, müük, varad, võlg),	Leiti, et esmaemissioonid on süstemaatiliselt alahinnastatud võrreldes börsil tegutsevate

	<p>3. Esmaemissioonid on statistiliselt 25-30% alahinnastatud oma maksimaalsest hinnast.</p>	<p>ettevõtetega. Alahinnastatus tulenes esmaemissioonidega seotud suuremast ebakindlusest ja infoasümmeetriast. Järeldati, et esmaemissioonil märkimishinna määramine erineb fundamentaalselt tavapärasest aktsia väärtuse hindamisest.</p>
<p>Roosenboom (2007)</p>	<p>1. 228 IPO-t (Prantsusmaa, 1990-1999), 2. Võrdlusmeetod = 87,3%; DCF = 59,2%; DDM = 59,2%, 3. Esmaemissioonil kasutatakse keskmiselt 18,2% teadlikku allahindlust</p>	<p>Esmaemissioonide hindamisel rakendatakse paraleelselt mitud meetodit, mille valik sõltub ettevõtte ja turu eripäradest. Autor leidis, et algselt hinnatud õiglane väärtus ei olnud aktsia märkimishinna otsene vaste. Süstemaatiliselt rakendati teadlikku allahindlust, mis on osa esmaemissiooni hinnastamispraktikast.</p>
<p>Roosenboom (2012)</p>	<p>1. 228 IPO-t (Prantsusmaa, 1990-1999), 2. Võrdlusmeetod = 87,3%; DCF = 59,2%; DDM = 59,2%, 3. Esmaemissiooni kasutatakse keskmiselt 18,2% teadlikku allahindlust ja keskmiselt esineb 12,9% alahinnastatust</p>	<p>Ettevõtete väärtuse allahindlus saab alguse juba enne investorite osalemist hinnastamisprotsessis. Allahindlust rakendati, et suurendada investorite huvi ja esmaemissiooni osalust. Selline lähenemine põhjustab esmaemissiooni järelturu alahinnastatust.</p>

LISA B

Küsimustik

Taustaküsimused

1. Kas antud intervjuud võib salvestada?
2. Mis on Teie nimi ja mis ettevõtet te esindate?
3. Milline on Teie ametipositsioon ettevõtte sees?

Varasem kogemus IPO protsessis

1. Kui palju oli Teil varasemat ettevõtluskogemust nii üldiselt kui noteeritud ettevõtte raames enne IPO protsessi?
2. Kui palju oli Teil personaalselt ja üldiselt ettevõtte-siseselt varasemat kogemust aktsia väärtuse hindamise osas?
3. Mis eesmärgi või põhjusega otsustasite noteerida oma ettevõtte First North turul?
4. Kuidas kirjeldaksite oma rolli ja vastutust aktsiaemissiooni ettevalmistamisel ja läbiviimisel?

Ettevõtte väärtuse hindamisega seotud osapooled

1. Kelle poolt oli teostatud ettevõtte (aktsia) väärtuse hindamine?
2. Juhul, kui väärtuse hindamine oli läbi viidud välise finantsnõustaja poolt, siis kuidas jõuti otsuseni kaasata väline nõustaja ning milliste kriteeriumide alusel nõustaja valiti?

Väärtuse hindamise meetodid ja kasutatud andmed

1. Milliseid lähenemisi Te kasutasite aktsia väärtuse hindamiseks?
(Näiteks DDM mudel, DCF mudel, ettevõtte finantsnäitajad, turuolukord, sarnaste ettevõtete väärtused või muu)
2. Millistest teguritest lähtuvalt kasutasite just eelnevalt nimetatud meetodikat?

Näiteks:

- a. Ettevõtte oli noor ja kiire kasvu faasis
 - b. Ettevõttel puudus pikaajaline finantsajalugu
 - c. Turg oli volatiilne ja investorid riskialdid
 - d. Võrdlusandmete paljusus/vähesus sarnaste ettevõtete kohta
3. Millistele andmetele või sisenditele tugineti aktsia väärtuse hindamisel?

Näiteks:

- a. Finantsaruannete põhised sisendid
 - b. Tulevikuprognosidel põhinevad sisendid
 - c. Kapitali kulukuse määr
 - d. Turupõhised võrdlussisendid, mis turgudel tegutseva ettevõtte näitajatega oma ettevõtet võrdlesite
4. Millised olid kasutatud andmete allikad?
 5. Millisel määral rakendasite aktsia lõppväärtuse määramisel diskonteerimist, et suurendada esmapakkumise atraktiivsust potentsiaalsete investorite jaoks?
 6. Millisel määral väärtuse leidmisel arvestati ettevõtte spetsiifiliste riskidega.
 7. Kuidas määrasite lõpliku märkimishinna? Näiteks, kas tuletamine tugines aktsia õiglasest väärtusest alla- või ülehindlusele (mitu %), investorite huvile või enamale?
 8. Kui palju mõjutas Teie arvates First North Balticu madalam likviidsus aktsia hinna määramise protsessi?

Märkimishinna kujunemine ning õppetunnid emissiooniprotsessist

1. Milline oli Teie hinnang turu valmisolekule ja investorite huvi potentsiaalile enne emissiooni väljakuulutamist ja kas tuginesite sellele infole oma märkimishinna tikujundamisel?
2. Kuidas kujunes kommunikatsioon investoritega märkimisperioodi jooksul ja pärast noteerimist?
3. Millised olid peamised väljakutsed või keerukamad aspektid aktsia väärtuse hindamisel?
4. Milliseid õppetunde saite emissiooniprotsessist ning kuidas mõjutas noteerimisjärgne periood ja aktsia hinna edasine liikumine väärtuse hindamise otsust tagantjärele?

Summary

STOCK VALUATION PRACTICES IN INITIAL PUBLIC OFFERINGS: THE NASDAQ FIRST NORTH BALTIC MARKET

Gregor Prints ja Oliver Hirv

The aim of this bachelor's thesis was to examine stock valuation practices in initial public offerings (IPOs), using companies listed on the First North Baltic market as a case study. To achieve this, both financial approaches and their application in practice in company valuation were analysed. The thesis focused primarily on the specific characteristics of valuing companies in the early stages of their lifecycle.

The theoretical part of the thesis demonstrated that there is no universally applicable and dominant approach to valuing IPOs. It was found that the applicability of the discounted cash flow model, the dividend discount model, and the multiples approach depends largely on the company's stage of development. In the case of early-stage companies, valuation is complicated due to limited financial history, volatile or insufficient cash flows, and uncertainty regarding long-term sustainability. Therefore, no single financial model may provide sufficiently reliable valuation estimates, and the results obtained are often used as reference points. In practice, multiple valuation methods are frequently applied simultaneously in order to obtain a more balanced view of the company's potential value. Such an approach helps to mitigate the shortcomings of individual methods and enables a more accurate assessment of the company's fair value.

The empirical part of the thesis involved conducting six interviews with representatives of companies listed on the First North Baltic market in order to identify the valuation practices used. The results indicated that no single dominant valuation approach was used. The discounted cash flow model, the multiples approach, owner-based assessments of fair value, and comparisons with previous IPOs were applied in two out of six cases. A relationship was also observed between the company's stage of development and the applied valuation approaches. More mature companies tended to use combinations of financial models, whereas early-stage companies relied primarily on valuations of previously listed IPOs and subjective assessments.

In addition, it was found that the determination of the IPO subscription price was influenced mainly by company-specific risks and the lower level of liquidity in the First North

market. The use of deliberate underpricing was less common and was primarily aimed at increasing the likelihood of a successful offering. The findings are consistent with previous literature, which suggests that the valuation of young and alternative market companies is strongly associated with uncertainty and influenced by overall market sentiment.

The interviews conducted in this thesis indicate that the valuation practices used in the Nasdaq First North Baltic market differ to some extent from the theoretical models discussed in the literature. In practice, strict financial models are not always followed; instead, more flexible approaches are applied. Consequently, IPO valuation can be considered a multifaceted process, in which the choice of valuation approaches depends on both the company's stage of development and the specific characteristics of the market.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Meie, Gregor Prints ja Oliver Hirv

1. Anname Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) meie loodud teose AKTSIA VÄÄRTUSE HINDAMISE PRAKTIKAD ESMAEMISSIOONIL NASDAQ FIRST NORTH BALTIC TURU NÄITEL, mille juhendaja on lektor Mark Kantšukov, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

2. Anname 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 autoritele viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

3. Oleme teadlikud, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autoritele.

4. Kinnitame, et lihtlitsentsi andmisega ei riku me teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Gregor Prints ja Oliver Hirv

18.05.2026