
AKTSIASELTSI BALTIKA PÕHIAKTSIONÄRI

ÜLEVÕTMISARUANNE

**AKTSIASELTS BALTIKA VÄHEMUSAKTSIATE ÜLEVÕTMISE KOHTA ÜHINEMISE
LÄBIVIIMSEKS**

26. juuni 2023

1 ÜLDINFO

Aktsiaseltsi Baltika põhiaktsionär („**Põhiaktsionär**“) on koostanud käesoleva ülevõtmisaruande (edaspidi „**Aruanne**“) seoses vähemusaktsionäridele kuuluvate Aktsiaselts Baltika (Eesti seaduste alusel asutatud ja tegutsev aktsiaselts registrikoodiga 10144415, registreeritud aadress: Valukoja tn 10, Tallinn 11415, Eesti Vabariik; edaspidi „**Ühing**“) aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest ühinemise läbiviimiseks vastavalt äriseadustiku (edaspidi lühendatult „**ÄS**“) §-le 421¹.

Vähemusaktsionäridele kuuluvate Ühingu aktsiate ülevõtmiseks ühinemise läbiviimiseks esitab Põhiaktsionär käesoleva Aruande 26. juunil 2023 Ühingu juhatusele koos ÄS §-s 421¹ lg-s 1 viidatud taotlusega.

2 TAUST

Põhiaktsionär on KJK Fund SICAV-SIF'i (likvideerimisel) (Luksemburgi Suurhertsogiriigi seaduste alusel asutatud ja tegutsev investeerimisfond, mida valitseb KJK Management S.A., Luksemburgi kaubandus- ja äriregistri kood B 86 729, registreeritud aadress 94, rue du Grünewald, Luksemburg, Luksemburgi Suurhertsogiriik; edaspidi KJK Fund SICAV-SIF „**Fond**“) ainuomandis olev tütarettevõtja, kellele Fond andis 31.05.2023 sõlmitud aktsiate üleandmise lepingu alusel üle kõik varasemalt Fondi omandis olnud Ühingu aktsiad. Seejärel jätkas Põhiaktsionär Ühingu aktsiate omandamist ning käesoleva Aruande kuupäeva seisuga kuulub Põhiaktsionärile 48 758 078 Ühingu aktsiat ehk ligikaudu 90,2% kogu Ühingu aktsiakapitalist, mis ületab § 421¹ lg-s 1 viidatud määra.

Käesoleva Aruande kuupäeva seisuga on Ühingu aktsiad võetud kauplemisele Nasdaq Tallinna börsi Balti Põhinimekirjas. Ühingu börsiühinguna tegutsemisega ning selle opereerimisega kaasnevad tähelepanuväärne administratiivkoormus ning suured kulud, mis on Ühingu viimaste aastate majandustulemuste valguses ebaproportsionaalselt suured ning töötavad vastu Ühingu majandustulemuste parandamise ja stabiliseerimise eesmärkidele. Börsiühingu staatusele vaatamata ei ole Ühingul aga COVID-19 pandeemia tagajärjel halvenenud finantstulemuste ning järgnenud saneerimismenetluse tõttu mitme aasta jooksul õnnestunud kaasata piisava likviidsuse tagamiseks vahendeid kapitaliturult. Selle tõttu on Fond Ühingu likviidsuse ja jätkusuutlikkuse tagamiseks Ühingu pidevalt ja korduvalt toetanud likviidsuslaenude andmisega (nii otse kui läbi Põhiaktsionäri), mida aga ei saa käsitleda börsiühingu rahastamise ja likviidsuse tagamise jätkusuutliku lahendusena pikas perspektiivis.

Eelkirjeldatud olukorda arvestades ei ole Ühingu börsiühinguna jätkamine majanduslikult otstarbekas ning on mõistlik viia Ühing börsilt ära, viies läbi Ühingu (kui ühendatava ühingu) ühinemise Põhiaktsionäri (kui ühendava ühinguga) (edaspidi „**Ühinemine**“), mille käigus võtab Põhiaktsionär üle ka Ühingu vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad.

Kavandatav Ühinemine ja vähemusaktsiate ülevõtmine, mille tulemusel saab Põhiaktsionärist Ühingu ainuaktsionär, on õiguslikult ja majanduslikult vajalik Ühingu sisulise äritegevuse jätkusuutlikkuse tagamiseks. Esiteks, nagu eespool kirjeldatud, võimaldab ühinemine ning vähemusaktsiate ülevõtmine lõpetada Ühingu aktsiate noteerimise börsil, mis ei ole Ühingu viimase aja finantsseisundit ning huve arvestades enam otstarbekas ega jätkusuutlik, ning vähendada tuntavalt Ühingu kui börsiühingu opereerimisega seotud kulusid. Samuti võimaldab Ühinemine ning vähemusaktsiate ülevõtmine üleüldiselt muuta kontserni struktuuri tõhusamaks ning viia tulevikus läbi veel potentsiaalselt vajalikke ümberkorraldusi ja korporatiivseid muudatusi eesmärgiga saavutada kontserni äriline tõhusus ning parandada Ühingu sisulise majandustegevuse jätkuvust ja jätkusuutlikkust.

Seoses kavandatava Ühinemisega ning selle raames toimuva vähemusaktsiate ülevõtmisega sõlmivad Põhiaktsionär ning Ühing käesoleva Aruande kuupäeval pärast ühinemise tingimuste heakskiitmist Ühingu nõukogu poolt ühinemislepingu, misjärel kutsutakse Ühinemise ja vähemusaktsiate ülevõtmise otsustamiseks kokku Ühingu aktsionäride üldkoosolek.

Kuivõrd Ühinemisega seonduvalt toimuva vähemusaktsiate ülevõtmise tulemusena hakkab 100% Ühingu aktsiatest kuuluma Põhiaktsionäriks enne ühinemiskande tegemist äriregistris, siis Ühingu aktsiaid ei asendata ning need kaotavad kehtivuse kuupäeva seisuga, kui tehakse ühinemiskanne äriregistris. Ühinemise kandmisega äriregistrisse loetakse Ühing ühendatava ühinguna vastavalt AS § 403 lg-le 2 lõppenuks.

3 ÜHINEMISE KÄIGUS VÄHEMUSAKTSIATE ÜLEVÕTMISE ÕIGUSLIK ALUS

Põhiaktsionär taotleb Ühingu aktsiate ülevõtmist Ühinemise läbiviimiseks vastavalt AS §-le 421¹. Kuivõrd Põhiaktsionäriks kuulub 48 758 078 Ühingu aktsiat s.o üle 9/10 Ühingu aktsiakapitalist, on Põhiaktsionäriks õigus Ühingu aktsiate ülevõtmist taotleda.

AS § 421¹ lg 1 kohaselt võib ühendatava aktsiaseltsi üldkoosolek otsustada kolme kuu jooksul ühinemislepingu sõlmimisest arvates ühendatava aktsiaseltsi vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri taotlusel, kellele kuulub vähemalt 9/10 ühendatava aktsiaseltsi aktsiakapitalist. Vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmiseks tuleb järgida AS §§-des 363¹-363¹⁰ sätestatud reegleid ja korda, arvestades §-s 421¹ toodud erisusi. AS § 363¹ lg 1 kohaselt võib üldkoosolek otsustada aktsiaseltsi vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt õiglase rahalise hüvitise maksmise vastu aktsionäri taotluse alusel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiakapitalist.

Vastavalt AS § 421¹ lg-le 3 on üldkoosoleku otsus vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise kohta ühinemise läbiviimiseks vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 9/10 üldkoosolekul aktsiatega esindatud häältest.

Vastavalt AS §le 363² määrab vähemusaktsionäridele makstava hüvitise suuruse põhiaktsionär. Hüvitise suurus määratakse viidatud paragrahvi järgi ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva.

AS § 363⁴ lg 1 kohaselt peab põhiaktsionär esitama üldkoosolekule kirjaliku ülevõtmisaruarande, kus selgitatakse ja põhjendatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise tingimusi ning aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise aluseid. AS § 363⁴ lg 2 kohaselt peab kirjalikku ülevõtmisaruanne kontrollima audiitor. Audiitor koostab iseseivalt kirjaliku aruarande, kus tuleb eelkõige näidata, kas põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab AS §-s 363² sätestatule.

AS § 363⁵ lg 1 loetleb dokumendid, mis tuleb esitada aktsionäridele tutvumiseks vähemalt 1 kuu enne vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmist otsustavat üldkoosolekut. Vastavalt viidatud paragrahvile esitatakse aktsionäridele tutvumiseks:

- (i) üldkoosoleku otsuse eelnõu, millega otsustatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmine;
- (ii) aktsiaseltsi viimase kolme aasta majandusaasta aruanded;
- (iii) ülevõtmisaruanne;
- (iv) audiitori aruanne.

Vastavalt AS § 421¹ lg-le 5 tuleb aktsionäridele §-s 363⁵ sätestatud korras esitada tutvumiseks ka ühinemisleping.

AS § 369⁹ lg 1 sätestab, et ühe kuu möödumisel AS § 421¹ lg-s 3 nimetatud üldkoosoleku otsuse vastuvõtmisest esitab aktsiaseltsi juhatus Eesti väärtpaberite registri pidajale avalduse vähemusaktsionäride aktsiate ülekandmiseks põhiaktsionäriks. Aktsiate ülekandmine toimub väärtpaberitüüpina makse vastu (*delivery versus payment*; lühendatult *DVP*) s.t vähemusaktsionäride aktsiate ülekandmine toimub samaaegselt rahalise hüvitise ülekandega vähemusaktsionäridele.

4 VÄHEMUSAKTSIATE EEST MAKSTAV HÜVITIS JA SELLE MÄÄRAMINE

4.1 Ühingu vähemusaktiade eest makstav hüvitis

Põhiaktsionäri poolt määratud hüvitis on 0,08 eurot ühe Ühingu aktsia kohta, mis kajastab aktsia õiglast väärtust seisuga 16. juuni 2023, s.o 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise eeldatavat kuupäeva. Hüvitise suuruse määramisel on Põhiaktsionär muuhulgas lähtunud sõltumatu hindaja Grant Thornton Baltic OÜ (Eesti seaduste alusel asutatud ja tegutsev osaühing registrikoodiga 10384467, registreeritud aadress: Pärnu mnt 22, Tallinn 10141, Eesti Vabariik; edaspidi „**Hindaja**“) poolt koostatud ja 21.06.2023 väljastatud hinnangust.

ÄS § 363⁴ lg 2 ei näe ette konkreetset hindamismeetodit vähemusaktsionäridele makstava õiglase hüvitise suuruse kindlaksmääramiseks ning meetod tuleb määrata juhtumipõhiselt. Riigikohus on oma varasemas kohtupraktikas selgitanud, et selliste meetodite hulka võivad muu hulgas kuuluda diskonteeritud rahavoo meetod, likvideerimisväärtuse hindamine, võrdlev hindamine või kauplemishinna meetod, kusjuures Riigikohus on märkinud, et aktsiaseltsi ja ka aktsiade väärtuse hindamisel tuleb reeglina rakendada metoodikat, mis võimaldab tulevikuväljavaateid arvestada ning selliseks raamatupidamise aruandluses kui ka hindamispraktikas tunnustatud metoodikaks äriühingute väärtuse hindamisel on nii Eestis kui rahvusvaheliselt diskonteeritud rahavoo meetod või selle modifikatsioonid.

Tuginedes Põhiaktsionäri poolt teostatud analüüsile ning Hindaja hinnangule ning arvestades olemasolevat Riigikohtu praktikat määrab Põhiaktsionär hüvitise vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiade eest tulumeetodi baasil, mis põhineb diskonteeritud rahavoogude meetodil ning leiab, et diskonteeritud rahavoogude meetod (mis on täpsemalt selgitatud allpool punktis 4.34.2) on Ühingu ja selle aktsiade väärtuse hindamiseks kohane meetod. Põhiaktsionär ja Hindaja kaalusid hindamise läbi viimisel ka muid väärtuse hindamise meetodeid, milliste meetodite lühikirjeldused ning mitteasjakohasuse põhjendused on esitatud käesoleva aruande punktis 4.4

4.2 Ülevaade Ühingust ja grupist; turuülevaade

Ühing on rõivakaubanduse alal tegutsev ettevõtte, mis on noteeritud Nasdaq Tallinna börsil alates 05.06.1997. Ühing omab 100% osalust tütarettevõttes OÜ Baltman, millel omakorda on ainsosalused Lätis ja Leedus registreeritud tütarettevõtetes SIA Baltika Latvija ja UAB Baltika Lietuva (Ühing koos tütarettevõtjatega edaspidi nimetatud kui „**Grupp**“).

Grupp tegutseb kogu Baltikumis ning selle põhitegevusalaks on rahvusvaheline rõivakaubandus. Grupi ärimudel ühendab rõivakollektsioonide loomise, tarneahela juhtimise, hulgi- ning jaekaubanduse.

Grupi ärimudelisse viidi 2020. aastal sisse olulised muudatused, mille tulemusena suleti täielikult tootmisüksused ning vähendati olulisel määral püsikulude osakaalu. Kui varasemalt koosnes Grupi tooteportfell mitmete erinevate brändide toodetest, siis edaspidi on otsustatud edasi minna vaid ühe brändiga – Ivo Nikkolo, keskendudes nimetatud brändi turustamisele ja müügile. Lisaks on järgemööda suletud ka kahjumlikud kauplused.

Grupi fookuses on jätkuvalt efektiivsuse suurendamine, millest tulenevalt jätkatakse seniste strateegiliste eesmärkide elluviimist. Nimetatud muudatused on suuresti olnud tingitud eesmärgist säilitada Ühingu ja Grupi majanduslik stabiilsus ja äritegevus.

Pärast 2020. aasta kevade COVID-19 lainet oli Ühing väga lähedal pankrotile, millele järgnes Ühingu saneerimiskava ametlik kinnitamine 2020. aasta juuni lõpus Harju Maakohtus. Käesolevaks ajaks on Ühing täitnud saneerimiskava juba ca 3 aastat. Saneerimiskava täitmise tähtaeg saabub 2023. aasta lõpuks. Juhul, kui Ühing saneerimiskava täidab, siis puudub saneerimisel mõju Baltika finantsseisule. Samas, kui mistahes põhjusel peaks saneerimiskava tühistatama, on sellel oluline negatiivne mõju, kuna saneerimiskava tühistamisel langevad saneerimismenetluse algatamise tagajärjed ära tagasiulatavalt ja saneerimiskavaga hõlmatud võlausaldajate nõuded taastuvad esialgses suurus.

Ühingu puhul tähendaks see tagamata nõuetega võlausaldajate puhul nõude taastamist 85% ulatuses (sellest tuleb maha arvata saneerimise käigus juba saadud maksed).

Grupi uue äristrateegia ja kontseptsiooni raames on viimastel aastatel tehtud mitmeid muudatusi (mh võeti 2021. aastal vastu otsus teha läbi brändiuuendus Ivo Nikkolo brändile, mille raames sõnastati ümber Ivo Nikkolo missioon ja väärtused, brändiuuendusega seoses on uuendanud olemasolevaid poepindu, et need vastaksid uuele kontseptsioonile, ning 2022. aastal avati esimesed neli uue poekontseptsiooniga kauplust Eestis, Lätis ja Leedus), kuid samas on Grupp viimaste aastate jooksul sulgenud suurema osa oma jaepoodidest, mis tegutsesid kahjumlikult või ei sobinud uuendatud Ivo Nikkolo brändi kontseptsiooniga ja Grupi poodide arv alates 2020. aastast on vähenenud 82-lt 25-ni (2022. aasta lõpu seisuga).

Vaatamata uuele äristrateegiale ja kontseptsioonile on Grupp siiski ka viimastel aastatel vajanud likviidsuse toetamiseks ja säilitamiseks täiendavat kapitali, mille tarbeks on kaastatud omanikulaene Fondilt ja Põhiaktsionäritelt. Grupi tegevust ja tulemusi on viimastel aastatel tugevalt mõjutanud ka üldisemad majandus- ja ärikeskkonnaga seotud tegurid.

2023. aasta alguseni kestnud kõrged energiahinnad tekitasid täiendavat survet kaupmeeste kasumitele. Ostukeskused pakkusid 2022. aastal kaupmeestele võimalust liituda universaalteenusega. 2023. aasta alguses turuolukord aga muutus ja universaalteenus osutus kallimaks börsielektrist. Ostukeskused ja/või kaupmehed, kes otsustasid jätkata universaalteenuse paketi, kandsid aasta alguses kõrgemaid energiakulusid.

2023. aasta algusega kaasnes ka rendilepingute indekseerimine. 2022. aasta detsembrikuu kõrge tarbijahinnaindeks kõikides Balti riikides tähendas paljude kaupmeeste jaoks tavapärasest olulisemalt kõrgemaid renditasu indekseerimisi.

Kuigi 2023. aasta algusperiood jaanuarist aprillini on näidanud jaesektori üldist langust võrreldes eelmise aastaga, siis kuni märtsikuuni kasvas Baltikumi tekstiilitoodete, rõivaste, jalatsite jae- ja veebimüük võrreldes eelmise aastaga. See-eest aprill tõi endaga kaasa juba esimesi märke langusest: näiteks Eestis langes eelmainitud tegevusalas müügitulu ligikaudu 2% võrreldes eelmise aastaga.

2023. aasta teises pooles oodatakse, et majanduslanguse ja nõudluse vähenemise tõttu ei saa paljud kaupmehed enam inflatsioonist tingitud hinnatõusu nii lihtsasti edasi kanda lõpptarbijale. See paneb ettevõtete kasumimarginaalid täiendava surve alla. Samuti võib oodata inimeste tarbimise vähenemist. Selle põhjuseks on peamiselt hinnakasvu tõttu vähenenud ostujõud, aga ka kindlustunde vähenemine tuleviku osas. Inflatsioonile tundlikud tarbijad eelistavad osta riideid ja aksessuaare rohkem allahindlusperioodidel ja/või odavamatest kaubanduskettidest, aidates nendel kaupmeestel suurendada nõnda oma turuosa.

Oodatakse ka, et palgakasv jaesektoris aeglustub, sest tarbijahinnamuutuse edasikandumist palkadesse takistavad majanduslangus ja ebakindlus, ning et aeglustub ka töötajate värbamine.

2024. aastaks prognoositakse majanduse taastumist.

4.3 Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod (lühendatult „DRV“) lähtub sellest, et ettevõtte väärtus tuleneb juhtkonna suutlikkusest ettevõtte omanikele rahavoogusid genereerida. Traditsiooniliselt on äritegevusüksuse põhilisteks väärtuse mõjuriteks ettevõtte äritulud, marginaalid, käibevarade ja lühiajaliste nõuete planeerimine, finantsvõimendus ja investeringud.

Lähtuvalt sellest ilmneb ettevõtte väärtus enamasti tema tulevikuväljavaadetest ja edukusest tulevikus. Tulevikuaspektidele annavad parima hinnangu ja võtavad kõige paremini arvesse diskonteeritud vaba rahavoo modelleerimise tehnikad. Ettevõtte väärtust mõjutavad ettevõtte poolt

genereeritavad rahavood, investeeringud inimkapitali, käibekapitali ja põhivarasse. Omakapitali väärtuse kujunemisel on olulised ka ettevõtte kapitalistruktuur ja kapitalikulu planeerimine.

DRV meetod defineerib ettevõtte omakapitali väärtuse kui kogu ettevõtte väärtuse (tegevustega genereeritud kõigi vabade rahavoogude diskonteeritud summa) ja ettevõtte võlgade turuväärtuse vahe. Intressikandvate võlgade turuväärtusena arvestatakse seejuures üldjuhul võlgade raamatupidamisväärtust, kuna kohustusi hinnatakse pidevalt ümber võla olemuse ja hea raamatupidamistava tõttu. Omakapitali väärtuse arvestamisel lisatakse ettevõtte väärtusele olemasolevate rahaliste reservide väärtus, mis ettevõttele küll rahavoogu ei genereeri, kuid samas on selle arvelt võimalik omanikele dividende maksta (nt arvelduskontodel olev sularaha) ning lahutatakse vajatava lisakapitali hulk.

Üldjoontes on omakapitali õiglane ehk harilik väärtus hind, millega ettevõtte omandiõigust (s.t aktsiaid / osasid) võib vabal turul kahe enda kasumit maksimeerida püüdva sõltumatu osapoole vahel osta või müüa. Diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel arvestatud ettevõtte hind ja omakapitali hind kehtivad 100% omakapitali osa kohta.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamise eelduseks on see, et raha genereerivate varade tootlikkus on kõrgem, kui nende varade soetamiseks kasutatud ja investeeritud kapitali maksumus. Vastasel juhul investori jaoks ettevõtte väärtus väheneb.

Ettevõtte ja omakapitali õiglase väärtuse leidmine diskonteeritud rahavoogude meetodil hõlmab muu hulgas tuleviku vabade rahavoogude arvutamist, sobiva diskonteerimismäära defineerimist, vabade rahavoogude diskonteerimist (kasutades kapitali kaalutud keskmist hinda), ettevõtte koguväärtuse kui diskonteeritud rahavoogude summa leidmist ja ettevõtte omakapitali õiglase turuhinna määramist ettevõtte koguväärtusest laenude turuväärtuse maha arvamise ja likviidsete kassareservide lisamise teel.

Vaba rahavoo arvutamiseks lisatakse ärikasumile amortisatsioon (bruto rahavoo arvutamiseks) ning saadud tulemusest lahutatakse kulutused käibekapitalile ja investeeringutele, arvestades seejuures asjaoluga, et põhivara investeeringud arvestatakse vabas rahavoos väljaminekuprintsiibil.

Vabade rahavoogude arvutamisele järgnevalt arvestatakse sobiv diskonteerimismäär. Kapitali keskmist kaalutud hinda kasutatakse diskonteerimismäära kõige sobivama indikaatorina, kuna nimetatud kulumäär kajastab kogu ettevõtte finantseerimise hinda – see võtab arvesse omakapitali nõutava tulunormi ja laenukapitali turuhinna. Omakapitali tulunormina käsitletakse riskivabadelt investeeringutelt eelduslikult saadava tulu ja riskinormi summat.

Diskontomäärana rakendatakse kapitali kaalutud keskmist hinda (WACC). Kapitali kaalutud keskmine hind leitakse alljärgnevalt:

$$WACC = R_e \times \frac{E}{D + E} + \frac{D}{D + E} \times R_d \times (1 - t)$$

kus: WACC on kapitali kaalutud keskmine hind;
E/(D+E) on omakapitali optimaalne prognoositud suhe;
D/(D+E) on võla optimaalne prognoositud suhe;
R_e on omakapitali nõutav tulunorm
R_d on rakendatav turu intressimäär (*debt rate*); ja
t On majanduskeskkonna maksundustase.

Omakapitali nõutav tulunorm aktsionäride poolt CAPM mudeli baasil leitakse alljärgnevalt:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot (E(R_m) - R_f)$$

kus: E(R_i) on aktsia / osa oodatav tootlus;
E(R_m) on turu oodatav tootlus;
R_f on riskivaba intress; ja

β on väärtpaberi beeta.

Seega aktsionäri / osaniku nõutav tulunorm määratletakse riskivaba tulumäära ning tururiskipreemia summana.

Võla hind defineeritakse kui ettevõttele kättesaadav laenu intressimäär eksisteerival turul. Maksumäär defineeritakse kui rahvuslik ja hetkel jõus oleva maksumäär või kui maksumäär, mida on võimalik rakendada ettevõtte rahavoogudele.

Pärast vabade rahavoogude diskonteerimist summeeritakse diskonteeritud rahavood selleks, et leida ettevõtte koguväärtus. Koguväärtus sisaldab ettevõttele antud võlgade väärtusi, mis on aidanud finantseerida ettevõtte tegevust rahavoogude genereerimisel.

Omakapitali väärtus arvutatakse koguväärtusest võlgade turuväärtuse lahutamise teel ja olemasolevate kassa- või pangareservide, muude nõuete ning pikaajaliste finantsinvesteeringute liitmise teel.

DRV kasutamine on üldlevinud ettevõtete ja nende omakapitali hindamisel ning seda võib sageli ettevõtte asjakohase väärtuse arvutamisel pidada kõige usaldusväärsemaks.

DRV meetodit rakendades on Ühingu kui ettevõtte omakapitali õiglase väärtus 4 357 000 eurot ning omakapitali väärtus aktsia kohta (s.o aktsia õiglase väärtus) 0,08 eurot.

Kokkuvõtlik tabel Ühingu omakapitali õiglase väärtuse ja aktsia õiglase väärtuse hindamise kohta on esitatud Aruande lisas 1 (*Hindamine diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodil*).

4.4 Alternatiivsed hindamismeetodid ja nendega seotud probleemid

Ühingu kui ettevõtte ja selle aktsia väärtuse hindamisel on lisaks ülal punktis 3 käsitletud diskonteeritud rahavoogude meetodile kaalutud ka alternatiivseid hindamismeetodeid, mille sisu, asjakohasust ja rakendamisega seotud probleeme on käsitletud allpool käesolevas punktis 4.4.

4.4.1 Turumeetodil (börsihinna meetod) määratavat Ühingu turukapitalisatsiooni on ebarelevantne käsitleda indikatsioonina Ühingu õiglasest väärtusest, kuna puudub aktiivne ja likviidne turg

Lisaks diskonteeritud rahavoogude meetodile kaaluti hindamisel turupõhist lähenemisviisi, mille aluseks võeti varasemad tehingud asjaomase ettevõtte omandiõigusega.

Nagu käesolevas Aruandes varasemalt märgitud, on Ühingu aktsiad noteeritud Nasdaq Tallinna börsi Balti Põhinimekirjas ning arvestades noteeritud väärtpaberite kogust (54 079 485) ja aktsia sulgemishinda seisuga 16.06.2023 (0,1515 eurot) on Ühingu turukapitalisatsioon 8 193 000 eurot. Börsil aga ei ole suudetud saavutada olulist kauplemissahtu, ning Ühingu õiglase väärtuse leidmisel on oluline võtta arvesse, kas börsil eksisteerib adekvaatne likviidsuse tase, et ettevõtte börsihinda oleks võimalik realiseerida, ilma et likviidsuse puudumise tõttu kalduks börsihind oluliselt kõrvale õiglasest väärtusest. Riigikohus on seisukohal, et tehingutes kajastub turuhind juhul, kui turg reaalselt eksisteerib, mis eeldab omakorda, et on tehtud piisavalt suur hulk tehinguid piisavalt suure hulga aktsiatega ja kauplemisega ei ole manipuleeritud. Ühingu väärtpaberite likviidsuse taseme hindamiseks on Põhiaktsionäri poolt tellitud hindamises kasutatud Ühingu väärtpaberi kauplemissahtu suhtarvu, mida arvutatakse jagades päevase kaubeldud aktsiate arvu kogu aktsiate arvuga ning esitatakse protsendina.

Hinnangu aluseks oleval vaatlusperioodil oli Ühingu kauplemissahtu suhtarvu mediaanväärtus 0,00256% ning keskmine väärtus 0,00541%, suurimaks väärtuseks oli vaadeldud perioodil 0,05933% ning vähimaks väärtuseks 0,000004%. FTSE Russell (*London Stock Exchange Group*'i tütarettevõtte) hinnangu kohaselt on aktsia ebalikviidne kui selle kauplemissahtu suhtarvu mediaanväärtus jääb alla 0,02%. Arvestades vaatlusperioodi Ühingu kauplemissahtu suhtarvu mediaanväärtust, on Ühingu aktsia näol tegemist äärmiselt ebalikviidse väärtpaberiga ning hindamise kontekstis ei ole seetõttu relevantne käsitleda Ühingu arvestuslikku turukapitalisatsiooni

kui indikatsiooni Ühingu ja viimase aktsiakapitali õiglasest väärtusest. Börsihinna meetodi raames teostatud hinnangu ja analüüsi leidude põhjal puudub Ühingu aktsial aktiivne ja likviidne turg Riigikohtu praktika mõistes.

Lisaks tuleb arvesse võtta, et börsil kauplevad turuosalised ei oma täielikku ega piiramatut ligipääsu kaubeldava ettevõtte andmetele, pikaajalistele plaanidele ning juhatuse finantsprognosidele ulatuses, milles vastavate andmete avalikustamine ei ole börsireeglite ja börsiühingule kohaldatavate avalikustamisnõuete tõttu kohustuslik. Seetõttu võib kaubeldava ettevõtte börsihind kalduda kõrvale õiglasest väärtusest olulisel määral.

Eeltoodust lähtuvalt ei ole Ühingu puhul kohane kasutada turumeetodit (ehk börsihinna meetodit) ning korrektsem on kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit. Kuigi see on seotud tulevikku suunatud eeldustega ja seega ebakindlusega, ei anna see üldiselt põhjust kahelda tulemuste täpsuses. Ettevõtte väärtuse hindamisel on diskonteeritud rahavoogude meetodit pidanud sobivaimaks ka Riigikohus.

4.4.2 Netovarade hindamise meetod ei ole Ühingu õiglase väärtuse hindamisel põhimeetodina põhjendatud, kuna hindamise tulem oleks negatiivse väärtusega; Ühingu raamatupidamislik ning likvideerimisväärtus on väiksemad diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud õiglasest väärtusest

Netovaradel põhinev hindamine meetodina tugineb ettevõtte varade – likviidsete vahendite, laojääkide, nõuete, viitlaekumiste, investeeringute ja põhivarade ning kohustiste turuväärtusesse hindamisele, võttes arvesse ka nende realiseerimisega seotud kulusid. Vastavalt konservatiivsuspriinsibile tuleks kohustiste hindamisel ka arvestada bilansiväliste kohustiste olemasolu ning nende realiseerumise tõenäosusega.

Kui ettevõtte kohustiste turuväärtus on tõepäraselt hinnatud juba ettevõtte auditeeritud aruannetes, siis ettevõtte investeeringute turuväärtus ei pruugi olla võrdne raamatupidamises kasutatud soetusmaksumuse või jääkväärtusega. Näiteks võib põhivarade turuväärtus olla erinev nende varaliikide bilansilisest jääkväärtusest.

Varade turuväärtuse hindamisel tuleb samuti kontrollida ettevõtte nõuete, laojääkide jms. kvaliteeti ja realiseeritavust. Samuti tuleb arvesse võtta bilansivälised varad ja kohustised.

Netovarade meetodil arvatud ettevõtte turuväärtuseks on ettevõtte varade turuväärtuse ning kohustiste turuväärtuse vahe.

Ühingu hindamisel netovara meetodil oleks hindamise tulem negatiivse väärtusega, võttes arvesse, et:

- 1) olulise osa Ühingu põhivarast moodustab kasutusõiguse vara, mille üle Ühing ei oma kontrolli ning ei saa seda võõrandada, mistõttu ei oma kasutusõiguse vara Ühingu kui ettevõtte hindamise seisukohast mingit väärtust;
- 2) edasilükkunud tulumaksuvara (väärtuses 91 000 eurot seisuga 30.04.2023) ei oma Ühingu kui ettevõtte hindamise seisukohast mingit väärtust;
- 3) 57% Ühingu materiaalsest põhivarast moodustab vara, mille realiseerimisväärtus on märkimisväärselt madalam kui bilansiline väärtus.

Võttes arvesse ülaltoodut, ületavad Ühingu kohustused realiseeritavate varade väärtust, mistõttu on väärtuse hindamise tulem netovara meetodil negatiivseväärtusega. Sellest tulenevalt ei ole netovara meetod asjakohane ning Põhiaktsionäri hinnangul ei ole antud meetodit rakendamine mõistlik Ühingu õiglase väärtuse hindamiseks.

Ühingu raamatupidamislik ja likvideerimisväärtus on mõlemad väiksemad kui põhimeetodil (diskonteeritud rahavoogude meetod) leitud omakapitali õiglane väärtus. Ühingu raamatupidamislik väärtus (s.t omakapitali väärtus) 30.04.2023 seisuga on 2 838 000 eurot. Eeltoodud netovara meetodist tulenevalt, arvestades seejuures potentsiaalsete likvideerimiskuludega, on Ühingu likvideerimisväärtus negatiivne.

4.4.3 Turumeetod (võrdlusmeetod) ei ole Ühingu õiglase väärtuse hindamisel põhjendatud, kuna Ühing ei ole täielikult võrreldav teiste avalikult kaubeldavate ettevõtetega

Turumeetodi puhul kasutatakse ettevõtte tegevusväärtuse määratlemisel parameetreid (suhtarvud), mis on saadud turgudelt, kus kaubeldakse sarnaste ettevõtete aktsiatega.

Meetodi rakendamine eeldab, et valimisse valitakse äriühingud, mis on võrreldavad hinnatava ettevõttega. Seejuures põhineb ettevõtte väärtuse hindamine valitud suhtarvudel ja ajaloolistel andmetel.

Ühingu väärtuse hindamisel ei ole turumeetodi rakendamine hindamise põhimeetodina põhjendatud, võttes arvesse, et Ühing on hetkeseisuga saneerimiskavast tulenevalt restruktureerimisjärgus ning ei ole uue ärimudeli osas saavutanud tasuvusläve piiri. Viimased aastad alates COVID-19 pandeemiast on olnud Ühingu jaoks muutusterohked ning uue ärifookuse käivitamine võtab aega. Sellest tulenevalt ei ole Ühing täielikult võrreldav teiste avalikult kaubeldavate ettevõtetega, mis on oma olemuselt saavutanud küpse ja stabiilse ettevõtte rahavoo taseme.

Võrdlusmeetodi rakendamist toetava meetodina on hindamisel arvesse võetud ka Ühingu ajalooline 2020. – 2022. aastate EBITDA, millest on maha arvatud ühekordse iseloomuga äritulud ja -kulud. Ühingu 2020. - 2022. aastate korrigeeritud keskmine EBITDA on -152 000 eurot, mille tõttu on võrdlusmeetodi kasutamine hindamise kontekstis Ühingu õiglase väärtuse leidmiseks ebarelevantne.

5 KOKKUVÕTE

Ülal käsitletut arvestades leiab Põhiaktsionär, et diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamine Ühingu aktsiakapitali õiglase väärtuse hindamiseks on kõige relevantsem ning korrektsem meetod. Kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit on Ühingu 100% omakapitali õiglane väärtus 4 357 000 eurot ning Ühingu ühe aktsia õiglane väärtus seega 0,08 eurot.

Eeltoodust tulenevalt taotleb Põhiaktsionär Ühingu vähemusaktsiate ülevõtmist hinnaga 0,08 eurot Ühingu ühe aktsia kohta s.o kokku 425 712,56 euro eest 5 321 407 Ühingu vähemusaktsia kohta.

Lisad:

Lisa 1 - *Hindamine diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodil*

[järgneb allkirjaleht]



Kristjan Kotkas
juhatuse liige
KJK BLTK Holding AS (16008469)

Lisa 1 - Hindamine diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodil

Omakapitali väärtus

€'000	16.06.2023
Tegevusväärtus	2 803
Netovõlg	
Raha ja raha ekvivalendid 30.04.2023	142
Nõue kaubamärgi müügist 30.04.2023	5 708
Intressikandvad võlakohustused 30.04.2023	-4 297
Omakapitali väärtus	4 357
Aktsiate arv	54 079 485
Omakapitali väärtus aktsia kohta (€)	0,08