

Jaakko Silvonen

YRITYS X:n ARVONMÄÄRITYS

Liiketalouden koulutusohjelma
Taloushallinnon suuntautumisvaihtoehto
2012

YRITYS X:n ARVONMÄÄRITYS

Silvonen Jaakko
Satakunnan ammattikorkeakoulu
Liiketalouden koulutusohjelma
Kesäkuu 2012
Ohjaaja: Julenmaa, Marja-Liisa
Sivumäärä:44
Liitteitä:7

Asiasanat: analyysi, arvo, arvonmäärittäminen, liiketoiminta,

Tämän opinnäytetyön aiheena oli yritys X:n arvonmäärittäminen. Työ tehtiin toimeksiantona yritys Y:lle, joka on kiinnostunut ostamaan yritys X:n. Arvonmäärittäminen jaettiin kolmeen eri osa-alueeseen: strategian ja liiketoiminnan analysointiin, tilinpäätöksen analysointiin ja tulevan kehityksen ennakkointiin.

Strategian ja liiketoiminnan analysointi jaetaan kahteen eri osa-alueeseen. Nämä ovat yrityksen ulkoinen analyysi ja yrityksen sisäinen analyysi. Ulkoinen analyysi tarkastelee kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen sekä muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen menestymiseen ja arvoon. Sisäisellä analyysillä pyritään selvittämään yrityksen tuotteisiin, hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön liittyvät tekijät.

Keskeistä yrityksen arvonmäärittämisessä on tilinpäätöksen analysointi. Tilinpäätöstietojen avulla on mahdollista ennustaa yrityksen tulevaa taloudellista menestymistä. Perinteisessä tilinpäätösanalyysissä tilinpäätöksen sisältämä tieto esitetään tunnuslukujen muotoon tiivistettynä. Tärkeimmät tunnusluvut ovat kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnusluvut.

Tilinpäätöksen analysoinnin jälkeen arvonmäärittämisprosessissa muutetaan strategisen ja tilinpäätösanalyysin pohjalta tehdyt ennusteet yrityksen arvoksi. Arvonmäärittämismenetelmät jaetaan yleensä kahteen osaan: arvonmäärittämisalleihin ja arvostuskertoimien käyttöön. Tässä tutkimuksessa keskityttiin diskontattujen kassavirtojen malliin, osinkomalliin, yrityksen tase-erien arvostamisen eli substanssiarvon malliin sekä suhteelliseen arvonmäärittämiseen.

Eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määritettäessä. Aika-arvon lisäksi tuottovaatimukseen tulee sisällyttää ennakoitua kassavirran riski. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan, kun eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat halutaan muuttaa yhteismitallisiksi, eli diskontata ne nykyhetkeen.

Tulevaisuuden ennakkoinnilla on myös oleellinen rooli yrityksen arvoa määritettäessä. Ostava osapuoli saa sijoitukselleen tuottoa tulevaisuudessa, tämän vuoksi menneillä tuotoilla ei ole ostajalle merkitystä. Merkitystä on sillä, millaiset tuotot saavutetaan tulevaisuudessa. Arvoa määritettäessä tulee ottaa huomioon myös synergiaedut. Yritys X:n hintapyyntö on n. 3milj.€. Tutkimuksessa tulikin siihen tulokseen, että ostajan neuvotteluväli on 2,0-2,5 milj.€:a. Eli hintapyyntö on liian suuri.

THE VALUE OF COMPANY X

Silvonen, Jaakko

Satakunnan ammattikorkeakoulu, Satakunta University of Applied Sciences

Degree Programme in Business Administration

June 2012

Supervisor: Jullenmaa, Marja-Liisa

Number of pages:44

Appendices:7

Keywords: Analysis, value, valuation, Business

The purpose of this thesis was to value the company X value. Thesis was made as assignment to company Y, which is interested to buy company X.

Valuation is divided into three different sectors: Strategy and business evaluation, Financial sheets analysis and to future perspective

Strategy and business evaluation is divided into two different sectors. These are the company's external analysis and company's inner analysis. Outer analysis examines rivals, branch, economical and technological development and other external factors to company's success and value. Inner analysis tries to examine company's products, pricing, production process, knowhow and human resources.

Crucial in valuation is to analyse financial sheets. With the help of financial sheet it is possible to predict company's future economical success. In traditional financial sheet analysis the book's information is presented in the form of key figures. Most important key figures are profitability, solvency and liquidity.

After analysing the financial sheets in the valuation the strategic and book analysis prospects are changed to company's value. Valuation methods are usually divided into two groups: appreciation models and appreciation rates. In this thesis is focused to discounted cash flow methods, dividend model, company's balance sheet rates and relative valuation.

In different times received cash flow's time value has to be considered when valuing company. In addition to time value return of interest has to include the risk of future cash flow. Equity profit is needed when the future cash flow's is changed to commensurable.

Future estimates got also very critical role in valuating the company. Buyer gets profit's in the future that is why the past profit's doesn't mean anything to the buyer. What matters is the future profits. When valuating the synergy benefits have to be considered.

Company X has fixed the price to be 3 million€. In thesis I came to conclusion that the buyer price spread should be 2, 0-2, 5 million€. Conclusion is that 3 million is too much.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO.....	5
2 LIIKETOIMINNAN JA STRATEGIAN ANALYSOINTI.....	6
3 TILINPÄÄTÖSANALYYSI.....	8
4 TUOTTOVAATIMUS ARVONMÄÄRITYKSESSÄ.....	16
5 ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT.....	18
6 TULEVAN KEHITYKSEN ENNAKOINTI JA SYNERGIAEDUT.....	28
7 SUUNNITELLUN KAUPAN OSAPUOLET.....	30
8 YRITYS X:N STRATEGIAN JA LIIKETOIMINNAN ANALYYSI.....	31
9 YRITYS X: N TILINPÄÄTÖSANALYSOINTI.....	33
10 ARVONMÄÄRITYS.....	36
11 JOHTOPÄÄTÖKSET.....	41
LÄHTEET.....	43
LIITTEET	

1 JOHDANTO

Yrityksen arvonmäärityksestä on tullut yksi keskeisimmistä liiketaloudellisista kysymyksistä markkinataloudessa (Kallunki & Niemelä 2007, 9). Tässä tutkimuksessa paneudutaan yrityksen arvon määrittämiseen. Tutkimuksen tavoitteena oli tehdä mahdollisimman kattava arvonmääritys yritys X:stä. Tutkimuksen tehtävä on palvella ennen kaikkea ostavan yrityksen johtoa, mutta samalla se on arvokas myös myyjälle.

Yritys Y on kiinnostunut ostamaan yritys X:n. Tein tutkimuksen ostavan yrityksen toimeksiannosta. Yritys Y on pieni perheyriutus, joka toimii pääkaupunkiseudulla koneistusalihaikkijana. Liikevaihto on ollut keskimäärin 3milj.€ ja henkilökunta on vaihdellut 15-20 hengen välillä. Yritys Y:lle yrityskauppa on jättimäisen suuri investointi. Ostettava yritys on liikevaihdoltaan suurempi kuin yritys Y. Yritys Y on ajautunut tilanteeseen, jossa kasvumahdollisuudet ovat erittäin pienet, koska nykyiset liiketoimintatilat ovat käyneet liian ahtaaksi. Tämän vuoksi suuri investointi on tarpeen. Tilaa ja kasvua on haettava joko yrityskaupalla tai sitten rakentamalla uusi iso teollisuuskiinteistö. Yrityskauppa on ensisijainen keino, koska siinä on samalla mahdollisuus saavuttaa synergiaetuja sekä ostaa kilpailija pois markkinoilta. Työn merkitys on siis erittäin suuri toimeksiantajalle.

Arvonmääritys voidaan jakaa kolmeen eri osa-alueeseen: strategian ja liiketoiminnan analyysi, tilinpäätöksen analysointi ja tulevan kehityksen ennakointi. Nykyaikaisen arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Yritystä arvioidaan toisaalta sen tämän hetken tilan perusteella, mutta ennen kaikkea tulevaisuudessa odotetun menestymisen perusteella. (Kallunki & Niemelä 2007, 13.)

Tulevan kehityksen rinnalla arvioidaan synergiaedut ja niiden vaikutus yrityksen arvoon. Tilinpäätösten analysoinnin jälkeen arvonmääritysprosessissa muutetaan strategisen ja tilinpäätösanalyysin pohjalta tehdyt ennusteet yrityksen arvoksi.

Tutkimukseni oli tapaustutkimus. Tapaustutkimus tarkoittaa yksityiskohtaista, intensiivistä tiedon keruuta yksittäisestä tapauksesta tai pienestä joukosta toisiinsa

suhteessa olevia tapauksia. Tyypilliset piirteet; valitaan yksittäinen tapaus, tilanne tai joukko tapauksia; kohteena yksilö, ryhmä tai yhteisö. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2005, 125-126.) Tässä tutkimuksessa oli tarkoitus tulkita teorian ja käytännön pohjalta yritys X:n arvo. Teoriaosassa kävin läpi eri arvonmäärittämenetelmiä ja -malleja. Tapaustutkimuksessa käytetään tyypillisesti useita eri aineistoja ja tiedonlähteitä (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005). Tutkimusmateriaalina oli ostettavan yrityksen tilinpäätös. Tilinpäätösmateriaalia sain ostettavan yrityksen toimitusjohtajalta sekä asiakastiedon arkistoista. Teoriaa etsin alan kirjallisuudesta ja nettisivuilta.

Muita tiedonlähteitä olivat haastattelut. Haastattelin myynnissä olevan yrityksen toimitusjohtajaa/omistajaa, lisäksi haastattelin ostavan yrityksen toimitusjohtajaa/omistajaa. Toimitusjohtajan haastattelut painottuivat yritys Y:n substanssiarvon selvittämiseen. Substanssiarvo on kuitenkin erittäin tärkeä lähtökohta yrityksen arvon määrittämisessä. Uskoakseni haastattelemani henkilöt osasivat määritellä ostettavan yrityksen substanssiarvon kaikkein parhaiten.

Haastattelin myös yritysvälittäjänä toimivaa lakimiestä. Yritysvälittäjänä toimivaa lakimiestä haastattelin useasta eri syystä. Hänellä on usean vuoden kokemus pk-yrityskaupoista, lisäksi hän toimi välittäjänä toimeksiantajan edellisessä onnistuneessa yrityskaupassa. Häneltä keräsin tietoa toteutuneiden yrityskappojen hinnoista. Lisäksi kysyin hänen näkemyksiään yrityksen arvon laskemisesta. Minun tehtäväkseni tuli teorian, määrällisen sekä laadullisen aineiston avulla muodostaa mahdollisimman tarkka näkemys yritys X:n arvosta.

2 LIIKETOIMINNAN JA STRATEGIAN ANALYSOINTI

Saavuttaakseen syvällisen ymmärryksen ostettavasta kohteesta, liiketoiminnan ja strategian analysointi on ensiarvoisen tärkeää. Sen avulla voidaan varmistua tulevaisuuden ennusteista ja ainakin ymmärtää, millaisista seikoista liiketoiminnan kehitys on riippuvainen. (Katramo ym. 2011, 79.)

Strategisen analyysin eli liiketoiminnan analyysin tavoitteena on tunnistaa yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät, esimerkiksi markkinoiden ja tuotealueiden koko ja arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohdon valinnat. Tämän avulla saadaan yleisellä tasolla selville yrityksen voittoja ja kassavirtoja määräävät tekijät. (Kallunki & Niemelä 2007,9.)

Liiketoiminnan ja strategian analysoinnissa voidaan erottaa kaksi tasoa: toimialataso ja yritystaso. Usein toimialatason analysoinnista käytetään nimitystä yrityksen ulkoinen analyysi ja yritystasosta sisäinen analyysi. Ulkoinen analyysi tarkastelee kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen sekä muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen menestymiseen ja arvoon. Sisäisellä analyysillä pyritään selvittämään yrityksen tuotteiden, hinnoittelun, tuotantoprosessin, osaamiseen ja henkilöstöön liittyvät tekijät. Nämä tekijät vaikuttavat erittäin paljon yrityksen menestymiseen tulevaisuudessa ja siten sillä on suuri merkitys yrityksen arvoon. (Katramo ym. 2011, 81.)

Yrityksen liiketoiminnan ulkoisen analyysin avulla selvitetään yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen ja arvoon. Tämän analyysin kohteena ovat yrityksen toimintaympäristön tekijät, joihin yritys ei itse voi suoraan vaikuttaa, mutta joihin sen täytyy sopeutua. Ulkoinen analyysi voidaan jakaa esimerkiksi seuraaviin keskeisiin osa-alueisiin:

- maailman- ja kansantaloudellinen analyysi
- toimiala-analyysi
- kilpailija-analyysi

Yrityksen sisäisen analyysin tavoitteena on analysoida muun muassa:

- liikeideaa ja sen toimivuutta
- palvelujen ja tuotteiden kilpailukykyisyyttä, kilpailuetua ja sen ajallista kestävyyttä
- hinnoittelupolitiikkaa ja tuotteiden differointia eri asiakassegmenteille
- myynti ja markkinointistrategiaa
- henkilöstöä

- investointimahdollisuuksia ja tehtyjen investointien kannattavuutta
- rahoituksellista tilannetta

Yrityksen liikeidean analysoinnin tarkoituksena on arvioida, onko yrityksen liiketoiminnan lähtökohta toimiva ja onko sen avulla ylipäättänsä mahdollista harjoittaa kannattavaa liiketoimintaa (Kallunki & Niemelä 2007,27-30).

Toimiala-analyysi on tässä vaiheessa myös oleellinen osa yrityksen arvonmäärittämisessä. Toimiala-analyysissä arvioidaan toimialan sisäistä kilpailutilannetta. Toimialan kasvun lisäksi tulee arvioida alan syklisyys eli miten voimakkaasti toimiala reagoi kansantaloudellisten muutosten mukana. Toimiala-analyysissä tulee arvioida sisäisen kilpailun taso ja se onko uusia kilpailijoita tulossa markkinoille. Toimialoilla on omat erityispiirteensä tämän vuoksi eri seikkojen painoarvo vaihtelee toimialoittain. Analyysin tekijän tuleekin siis ymmärtää toimialan luonne. (Katramo ym. 2011, 83.)

3 TILINPÄÄTÖSANALYYSI

Tilinpäätöksen analysointi, eli yrityksen historiallisen kehityksen ja nykyisen tilanteen analysointi tilinpäätösten avulla on keskeistä arvonmäärittämisessä. Tilinpäätöstiedot niin omistajille kuin sijoittajillekin on oleellinen osa päätöksentekoa. Toteutuneiden tilinpäätöstietojen perusteella on mahdollista ennustaa yrityksen tulevaa taloudellista menestymistä. Tilinpäätösanalyysin ja muun analyysin tavoitteena on parantaa ennusteiden luotettavuutta. (Katramo ym. 2011, 75.)

3.1 Tilinpäätöksen oikaisu

Yrityksellä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätöksensä sisältöön erilaisten harkinnanvaraisten kirjausten kautta. Jotta tilinpäätökset olisivat vertailukelpoisia, ne on oikaistava ennen varsinaista tilinpäätösanalyysiä.

Tilinpäätöksen oikaisun tavoitteena on sen tekeminen vertailukelpoiseksi. Vertailukelpoisten tietojen perusteella selvitetään mahdollisimman hyvin yrityksen menestyksellisyyttä kuvaava tulos ja varallisuusasema. (Kallunki & Kytönen 2007, 26,43.) Mielestäni oikaisutoimenpide on erittäin tärkeä osa ennen yrityksestä tehtävää arvonmäärittystä. Välttämättä oikaisutarvetta ei ole, mutta se tulee ainakin tarkistaa, jotta arvonmäärittys joka tehdään tilinpäätöksen tunnusluvuista osuu lähelle oikeaa.

3.1.1 Tuloslaskelman oikaisutoimenpiteet

Todellisen tuloksen selvittämiseksi laaditaan laskelma, jonka tuloksena saatavaa tulosta nimitetään nettotulokseksi. Mikäli satunnaiset tuotot ja kulut otetaan huomioon saadaan selville kokonaistulos. Mikäli myyntisaamisissa on epävarmoja saamia joudutaan liikevaihtoa oikaisemaan. Mikäli muihin tuottoihin on kirjattu epäsäännöllisiä tuottoja, kuten esimerkiksi saatuja tuotekehitys- ja käynnistysavustuksia tai käyttöomaisuuden myyntivoittoja, ne siirretään satunnaisiin eriin. Oikaistuun tuloslaskelmaan lasketaan tuotantoa vastaavan aine- ja tarvikekäytön määrä. Tällöin ainevarastoin lisäys vähennetään ostokuluista ja vähennys lisätään ostokuluihin. huomioon tulee ottaa myös valmiste- ja puolivalmistevarastojen muutokset. Mikäli varaston arvoa joudutaan oikaisemaan todellisen arvon mukaiseksi, kulut korjaantuvat varaston muutoksen kautta. Saadut avustukset siirretään satunnaisiin tuottoihin. Mikäli henkilöstökuluihin on kirjattu aikaisemmilta vuosilta vastuuvajauksia tai niitä esiintyy tämän hetkessä tilinpäätöksessä, ne tulee siirtää satunnaisiin kuluihin. Mikäli yrityksellä on leasingilla hankittua omaisuutta, maksetut leasingvuokrat tulisi vertailukelpoisuuden saavuttamiseksi jakaa poistoihin ja korkoihin. Suunnitelman mukaiset poistot vastaavat teknillistaloudellista kulumista ja soveltuvat siten oikaistun tuloslaskelman poistoiksi. (Kallunki & Kytönen 2007, 45-46.)

Tuloksenjärjestelyeriin kuuluvat poistoeron muutos ja vapaaehtoisten varausten muutos jätetään pois oikaistusta tuloslaskelmasta. Nettotulokseen vaikuttaviksi

veroiksi tulevat vain analysoitavan tilikauden verot. (Kallunki & Kytönen 2007, 45-46.)

3.1.2 Taseen oikaisutoimenpiteet

Tilinpäätösanalyysin näkökulmasta omaisuuden arvon tulisi mahdollisimman hyvin vastata todellista arvoa. Käyttöomaisuuteen tehdyt arvonkorotukset tulisi poistaa vertailukelpoisuuden parantamiseksi. Vertailukelpoisuuden saavuttamiseksi käyttöomaisuuden jäljellä oleva hankintahinta tulisi lisätä taseen vastaavaa-puolelle ja leasing vastuut taseen vastattavien vieraaseen pääomaan. Vaihto-omaisuus esitetään oikaistussa taseessa yhtenä eränä. Varastojen arvot on ennen yhdistämistä oikaistava käyvän arvon mukaisiksi. Mikäli tuloslaskelman oikaisussa on vähennetty epävarmoja saamisia, niin oikaistussa taseessa tulee rahoitusomaisuuden arvosta vähentää vastaava summa. Taseen poistoeroa joudutaan oikaisemaan, jos investointeja on katettu varauksilla tai avustuksilla ja poistoja korjattu katetulta osin. Sekä kertynyt poistoero että vapaaehtoiset varaukset lasketaan mukaan oikaistuun omaan pääomaan. Sekä pitkä- että lyhytaikaiset sisäiset velat siirretään omiksi erikseen. Sisäisillä veloilla tarkoitetaan lainoja, joita on saatu omistajilta tai tytäryhtiöiltä. (Kallunki & Kytönen 2007, 47-49.)

3.2 Perinteinen tilinpäätösanalyysi

Perinteinen tilinpäätösanalyysi tarkoittaa yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten arvioimista ja niiden ennustamista lyhyen aikavälin tilinpäätöstietojen avulla (Laitinen 2002, 29). Tavoitteena on selvittää yrityksen tämänhetkinen taloudellinen tilanne ja miten yritys on tullut nykyiseen tilanteeseen. Tilinpäätöstietojen analysoinnilla pyritään arvioimaan muun muassa yrityksen kannattavuus sekä rahoitus- ja varallisuusasema. Jotta yritysten julkaisemat tilinpäätökset olisivat vertailukelpoisia, ne on oikaistava vastaamaan yrityksen todellista taloudellista tilaa. (Katramo ym. 2011, 83-84.) Tilinpäätöksen oikaiseminen on nimenomaan perinteisen tilinpäätösanalyysin tehtävä. Perinteisen tilinpäätösanalyysin ongelmat johtuvat sen huonosta kyvystä ennustaa tulevaisuutta.

3.3 Tilinpäätösanalyysin tunnusluvut

Perinteisessä tilinpäätösanalyysissä tilinpäätöksen sisältämä tieto yrityksen taloudellisesta tilanteesta esitetään yleensä tunnuslukujen muotoon tiivistettynä. Tunnusluvut voidaan jakaa seuraaviin keskeisiin luokkiin:

1. Kannattavuuden tunnusluvut, kuten sijoitetun pääoman tuotto, käyttökate-, liikevoitto- ja tulosmarginaalit.
2. Vakavaraisuuden ja velkaisuuden tunnusluvut, kuten omavaraisuusaste, velkaantumis- ja nettovelkaantumisaste.
3. maksuvalmiuden tunnusluvut, kuten nettokäyttöpääoma-% sekä quick ja current ratio.
4. Kiertoajan eli pääoman käytön tehokkuuden tunnusluvut, kuten myyntisaamisten ja ostovelkojen sekä vaihto-omaisuuden kiertoaika. (Katramo ym. 2011, 85.)

Tunnusluvun tarkoitus on tiivistää tilinpäätöksestä saatavaa informaatiota yhteen lukuun. Tunnusluku analyysin tarkoitus on laskea oikaistuista eri kausien ja eri yritysten välillä vertailukelpoisesta tuloslaskelmasta, taseesta ja rahoituslaskelmasta tarvittavia tunnuslukuja ja tehdä johtopäätöksiä yrityksen taloudellisista toimintaedellytyksistä näiden tunnuslukujen perusteella. (Salmi 2006, 226.)

Työssäni keskityin kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnuslukuihin, sillä esimerkiksi kiertoajoilla on niin vähän merkitystä lopulliseen kauppahintaan. Toisin sanoen kiertoajat ovat sellaisia johon uusi omistaja pystyy nopeimmin vaikuttamaan ja se ei ole välttämättä oleellinen lopullista hintaa mietittäessä. Kiertoajat ovat ennemminkin sellainen, joka tulee miettiä liiketoimintaa ja strategiaa analysoitaessa.

3.3.1 Kannattavuus

Yrityksen kannattavuus tarkoittaa yrityksen kykyä tuottaa liiketoiminnallaan tuloja enemmän kuin tulojen hankkimiseksi on tarvinnut uhrata menoja (Kallunki & Kytönen 2007, 74). Yrityksen tulos on kannattavuuden absoluuttinen mittari. Kannattavuutta mitataan kahdella erityyppisellä suhteellisella mittareiden ryhmällä,

voittoprosenteilla ja pääoman tuottoprosenteilla. Toinen lähestymistapa on suhteuttaa yrityksen tulos liikevaihtoon, tätä tapaa kutsutaan voittoprosenteiksi. Toinen lähestymistapa on suhteuttaa yrityksen tulos sen käytössä olleisiin resursseihin pääomaan, tätä tapaa kutsutaan pääoman tuottoprosenteiksi.

Voittoprosentti-tunnusluku saadaan jakamalla tulosta kuvaava jäämä liikevaihdolla. Voittoprosentti ilmaisee, kuinka monta tulossenttiä yhdestä myytieurosta jää yritykselle. Voittoprosentti tunnusluku voidaan laskea esimerkiksi käyttökateprosenttina, liikevoittoprosenttina ja tilikauden voittoprosenttina

Pääoman tuottoprosentti kuvaa vuosikorkoa, jonka yritys ansaitsee toimintansa avulla sitomalleen pääomalle. Pääoman tuottoprosentti saadaan jakamalla tilikauden voitto yrityksen käytössä olleen pääoman määrällä. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 217-218, 220.)

Tärkeimmät pääoman tuottoprosentit ovat sijoitetun pääoman tuottoprosentti ja oman pääoman tuottoprosentti. Sijoitetun pääoman tuottoprosentti kuvaa yrityksen säännöllisen liiketoiminnan tuottoa suhteessa tuottoa vaativaan pääomaan. (Kallunki & Kytönen 2007, 74.)

Sijoitetun pääoman tuottoprosentti lasketaan seuraavasti:

$$\text{Sijoitetun pääoman tuottoprosentti} = 100X (\text{Voitto} + \text{rahoituskulut}) / \text{Sijoitettu pääoma}$$

Tunnusluvulla on tarkoitus kuvata, kuinka suuren tuoton yritys ansaitsee siihen sijoitetulle pääomalle. Tunnuslukua verrataan yleensä muiden vaihtoehtoisten sijoitusten tuottoon. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 226.)

Oman pääoman tuottoprosentti lasketaan seuraavasti:

$$= 100x \text{ Voitto} / \text{Oma pääoma}$$

Tavanomaisesti tunnusluvun osoittajan voittona käytetään korjattua tilikauden voittoa. Voitosta eliminoidaan satunnaiset erät. Jakajana oleva oma pääoma on

lähtökohtaisesti taseen mukainen oma pääoma, jota on oikaistu tilipäättösiirroilla. Tunnusluvun tavoitteena on kuvata, kuinka suuri tuotto tilikauden käytettävissä olleella pääomalla on aikaansaatu. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 221.)

3.3.2 Vakavaraisuus

Yrityksen vakavaraisuus tarkoittaa vieraan ja oman pääoman osuutta koko pääomasta. Vakavaraisella yrityksellä vieraan pääoman osuus koko pääomasta ei ole liian suuri, ja yritys pystyy vaivatta selviytymään vieraan pääoman korkomaksuista. (Kallunki & Kytönen 2007, 80.)

Erityisesti Pk-sektorilla yritykset pitäisi pystyä pitämään vakavaraisina, sillä lainoittajat luottavat pieniin huonommin kuin isompiin ja lainahanat sulkeutuvat paljon helpommin. Lisäksi rahan hinta voi nousta korkeaksi, mikäli vakavaraisuus ei ole kunnossa.

Vakavaraisuutta mitataan usein omavaraisuusasteella, suhteellisella velkaantumisasteella, velkaantumisasteella ja nettovelkaantumisasteella eli niin sanotulla gearing-luvulla.

Omavaraisuusaste lasketaan seuraavasti:

Omavaraisuusaste % = oikaistu oma pääoma / oikaistu taseen loppusumma - saadut ennakot X100

Tunnusluku kuvaa yrityksen omistajien omien varojen osuutta yrityksen kokonaisrahoituksesta. Mitä enemmän omistajat ovat sijoittaneet yritykseen omaa pääomaa, sitä paremmat ovat yrityksen mahdollisuudet selviytyä vieraan pääoman maksuista (Kallunki & Kytönen 2007, 80-81.) Tämä tarkoittaa sitä, että vakavaraisen yrityksen omavaraisuusaste on korkea. Omavaraisuusasteen tulee olla yli 40% jotta se on Yritystutkimus Ry:n ohjearvojen mukaan hyvällä tasolla.

Suhteellinen velkaantuneisuus on toinen vakavaraisuuden tunnusluku, joka lasketaan suhteuttamalla yrityksen vieras pääoma liikevaihtoon:

Velkaantuneisuus %= Oikaistun taseen velat-ennakkomaksut/LiikevaihtoX100

Suhteellinen velkaantuneisuus on omavaraisuutta parempi vakavaraisuuden mittari, jos vertailun kohteena olevien yritysten käyttöomaisuus on eri-ikäistä tai yritysten käyttämät poistomenetelmät poikkeavat toisistaan. Suhteellinen velkaantumisasaste on myös helppo ja hyvä tunnusluku, koska siinä ei käytetä tilinpäätöseriä. Tämä takaa sen, että tunnusluku voidaan laskea suhteellisen luotettavasti myös oikaisemattomasta tilinpäätöksestä. Myös suhteellisen velkaantuneisuuden prosentin pitää olla yli 40, jotta se on Yritystutkimus Ry:n antamien ohjeistuksien mukaan hyvällä tasolla.

Vakavaraisuutta mitataan myös jakamalla korollinen vieras pääoma oikaistulla omalla pääomalla, jolloin saadaan velkaantumisasaste.

Velkaantumisasaste= korollinen vieras pääoma/ oikaistu oma pääoma

Vakavaraisuutta voidaan mitata myös nettovelkaantumisasasteella eli gearing-luvulla.

Nettovelkaantumisasaste= korollinen vieras pääoma-Likvidit rahoitusvarat/ oikaistu oma pääoma

Nettovelkaantumisasasteen tunnusluvun hyvänä pidetty taso on yksi. (Kallunki & Kytönen 2007, 82, 84.)

3.3.3 Maksuvalmius

Maksuvalmius eli likviditeetti tarkoittaa yrityksen kykyä selviytyä lyhytaikaisista maksusitoumuksistaan niiden erääntyessä. Maksuvalmius kuvaa yrityksen lyhyen aikavälin rahoituksen riittävyttä. Maksuvalmiuden ollessa hyvä yrityksen ei tarvitse käyttää kalliita sekkitilejä tai muita lyhytaikaisia lisärahoituskeinoja. Yritysten maksuvalmiutta kuvataan nettokäyttöpääomaprozentilla, quick ratio ja current ratio tunnusluvuilla. (Kallunki & Kytönen 2007, 84.)

Nettokäyttöpääomaprocentti kertoo likviditeetin kehityksen suhteessa liikevaihtoon ja se lasketaan seuraavalla tavalla:

$$\text{nettokäyttöpääoma\%} = \text{nettokäyttöpääoma/Liikevaihto} \times 100$$

Se kuvaa kuinka suuri osa yrityksen vaihto- ja rahoitusomaisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla ja pitkäaikaisella vieraalla pääomalla. Nettokäyttöpääoma saadaan vähentämällä vaihtuvista vastaavista lyhytaikaiset velat.

Maksuvalmiutta mitataan usein jakamalla rahoitusomaisuus tai nopeasti rahaksi muutettava omaisuus lyhytaikaisella vieraalla pääomalla. Nämä tunnusluvut kuvaavat, kuinka suuren osan lyhytaikaisista velkasitoumuksistaan yritys kykenisi maksamaan, jos yrityksen toiminta yllättäen lopetettaisiin. Mitä enemmän yrityksellä tällaisessa tilanteessa on rahaa tai rahaksi muutettavaa omaisuutta suhteessa lyhytaikaiseen velkaan, sitä parempi on yrityksen maksuvalmius. Maksuvalmiutta kuvataan tästä näkökulmasta quick ratio ja current ratio tunnusluvuilla.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat} - \text{Vaihto-omaisuus}}{\text{lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{Saadut ennakot}}$$

Quick ratiossa ainoastaan rahoitusomaisuudella arvioidaan olevan arvoa, jos yrityksen toiminta loppuisi ja yrityksen omaisuus myytäisiin. Tämä perustuu ajatukseen, että vaihto-omaisuuden todellinen arvo yrityksen toiminnan loppuessa ei välttämättä vastaa kirjanpidollista arvoa. Tämän vuoksi lyhytaikaisen vieraan pääoman velkojat eivät voi luottaa vaihto-omaisuuden kattavan edes osaksi lyhytaikaisia velkoja. Yritystutkimus Ry:n mukaan quick ratio luvun tulee olla yli yksi, jotta se on hyvä.

Current ratio poikeaa quick ratiosta siten, että tunnusluvun osoittajassa on lyhytaikaisten saamisten lisäksi myös vaihto-omaisuus:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat}}{\text{lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Current ratiossa oletetaan, että vaihto-omaisuudella on kirjanpitoarvon mukainen arvo likvidointitilanteessa. Vaihto-omaisuuden oikean arvostuksen vaikeuden vuoksi maksuvalmiutta arvioidaan usein käyttäen quick ratiota current ration rinnalla. Current ratio luvun tulee olla yli kaksi, jotta se on hyvä Yritystutkimus Ry:n ohjearvojen mukaan. (Kallunki & Kytönen 2007, 84-87.)

4 TUOTTOVAATIMUS ARVONMÄÄRITYKSESSÄ

Pääomalla on aina kustannus, sitä ei ole ilmaiseksi saatavilla (Salmi 2006, 154). Sijoittajat saavat sijoitukselleen tuoton rahavirtana tulevaisuudessa. Tämän vuoksi eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määritettäessä. Aika-arvon lisäksi tuottovaatimuksen tulee sisällyttää ennakoitun kassavirran riski. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan, kun eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat halutaan muuttaa yhteismitallisiksi, eli diskontata ne nykyhetkeen. Pääoman tuottovaatimus on sijoittajalle vaihtoehtoiskustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. Yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen suuruuteen vaikuttaa oman pääoman ehtoiseen sijoitukseen eli osakesijoitukseen liittyvä riski. Perusolettamuksen mukaan tuottovaatimus määräytyy sijoituskohteen riskin mukaan, mitä korkeampi riski sitä korkeampi on tuottovaatimus. (Katramo ym. 2011, 144.)

4.1 Oman pääoman ja vieraan pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen (R_e) lähtökohtana tulee olla, että omistaja saa korvauksen ottamastaan riskistä. Oman pääoman tuottovaatimusta mallinnettaessa huomioidaan usein 2-4 keskeistä osatekijää. Nämä tekijät ovat tyypillisesti seuraavat:

1. riskitön korko. R_f
2. osakkeista vaadittava keskimääräinen tuottolisä, jota kutsutaan osakemarkkinoiden yleiseksi riskipremioksi, R_m

3. beeta-kerroin, β

4. muut riskilisät, Rmuut

Muita riskilisiä voivat olla omistusrakenteesta, liiketoiminnan muista riskeistä (esimerkiksi hyvin keskittynyt asiakaskunta) tai liiketoiminnan jatkuvuudesta johtuva lisätuottovaatimus. (Katramo ym. 2011, 147-148.)

Yllä olevaa voidaan kutsua Capital Asset Pricing Modeliksi (CAPM), joka on sijoitushyödykkeiden hinnoittelumalli, jonka avulla voidaan arvioida sijoituskohteiden tuoton odotusarvoja ja riskiä. Mallin mukaan sijoituskohteen tuottovaatimus koostuu kahdesta osasta: riskittömästä tuotosta ja riskilisästä. Riskitön tuotto on korvaus, jonka sijoittavat saavat sijoittaessaan varojaan riskittömiin arvopapereihin, kuten esimerkiksi valtion obligaatioihin. Riskilisiä on sitä suurempi mitä riskisempi sijoitus on. Oman pääoman kustannus on siis riskitön tuotto + markkinapremio. Markkinapremiolla tarkoitetaan tässä lukua, jonka sijoittavat haluavat riskittömän tuoton päälle. (Kallunki & Kytönen 2006, 125.)

Vieraan pääoman kustannus on pääoman lajeista helpommin määritettävissä, sillä se on usein välittömästi havaittavissa oleva ja konkreettinen kassastamaksu. Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. (Katramo ym. 2011, 172.) Eli korko joka määräytyy kohteen riskisyyden mukaan.

4.2 Pääomien painottaminen ja WACC

Koko pääoman kustannusten määrittämisen lähtökohtana ovat oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset. Koska oman ja vieraan pääoman sijoittajat asettavat sijoituksilleen erilaiset tuottovaatimukset heidän sijoitustensa erilaisen riskin vuoksi, lasketaan koko pääoman tuottovaatimus oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona. (Katramo ym. 2011, 173.) Pääomien vaatimaa kustannusta nimitetään pääoman painotetuksi keskikustannukseksi (WACC, weighted Average Cost of Capital) (Kallunki & Kytönen 2006, 257).

Koko pääoman tuottovaatimusta määritettäessä on otettava huomioon myös verotuksen vaikutus. Yritykset voivat vähentää vieraan pääoman korkokustannukset verotuksessaan, mutta osingot jaetaan vasta verojen jälkeisestä tuloksesta. Kun oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ja pääomien painotus on määritetty, saadaan koko pääoman tuottovaatimus WACC määritettyä. WACC lasketaan seuraavasti:

$$WACC = (E/V) \times R_e + (D/V) \times R_d \times (1 - T_c) \text{ missä,}$$

E/V on yrityksen oman pääoman osuus koko pääomasta

D/V on vieraan pääoman osuus koko pääomasta

R_e on oman pääoman tuottovaatimus (kustannus)

R_d on vieraan pääoman tuottovaatimus (kustannus)

T_c on yhtiöverokanta

WACC toimii arvonmääritysmalleissa diskonttokorkona.

(Katramo ym. 2011, 176.)

Tässä tutkimuksessa käytetään diskonttokorkona oman pääoman tuottovaatimusta. WACCilla laskettaessa diskontattava rahavirta kuuluu sekä omistajille, että velkojille.

5 ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT

Tilinpäätösten analysoinnin jälkeen arvonmääritysprosessissa muutetaan strategisen ja tilinpäätösanalyysin pohjalta tehdyt ennusteet yrityksen arvoksi. Arvonmääritysmenetelmät jaetaan yleensä kahteen osaan: arvonmääritysmalleihin ja arvostuskertoimien käyttöön. Mikäli halutaan huomioida laajasti kaikki yrityksen arvon määrittämisen keinot, ne voidaan listata seuraavasti:

1. yrityksen tämän hetkinen markkina-arvo
2. arvonmääritysmallit
 - diskontattujen kassavirtojen malli

- lisäarvomalli (EVA)
 - diskontattujen osinkojen malli
 - 3. suhteellinen arvonmäärittäminen arvostuskertoimien avulla
 - listattujen vertailuyhtiöiden kertoimet
 - toteutuneiden yrityskauppojen kertoimet
 - kertoimien johtaminen riskin ja kasvun perusteella
 - 4. LBO (Leveraged Buy Out) – lähestyminen
 - 5. optioteorian hyödyntäminen
 - 6. yrityksen tase-erien arvostaminen jälleenhankintahinnoin
 - 7. yrityksen likvidatioarvoon perustuva arvo
 - 8. yrityksen taseen kirja-arvoihin perustuva arvo.
- (Katramo ym. 2011, 101.)

Tässä tutkimuksessa keskityin diskontattujen kassavirtojen malliin, osinkomalliin, yrityksen tase-erien arvostamiseen eli substanssiarvon malliin sekä suhteelliseen arvonmäärittämiseen.

5.1 Yleistä arvonmäärittämisestä

Yrityksen arvosta puhuttaessa on ensiarvoisen tärkeää määrittellä aluksi se, viitataan tällöin liiketoiminnan arvoon vai oman pääoman arvoon. Vertailuyhtiöiden tai muulla perusteella valittujen kertoimien käytössä on oltava huolellinen. Varsinkin jos arvonmäärittäminen perustuu pelkästään arvostuskertoimien käyttöön. Arvostuskertoimien käyttökelpoisuutta pyritään usein parantamaan käyttämällä eri tunnuslukujen yhdistelmiä tai laskemalla yksittäisten tunnuslukujen yhdistelmiä tai laskemalla yksittäisten tunnuslukujen keskiarvoja usealta vuodelta. Arvonmäärittämissmallit antavat myös yksittäisiä tunnuslukuja syvällisemmän kuvan yrityksen arvon määrittämisen taustatekijöistä. (Katramo ym. 2011, 103.)

Arvonmäärittämissmallit ovat pääsääntöisesti niin sanottuja nykyarvomalleja, joissa tulevaisuuden rahavirrat (vapaa kassavirta, nettotulos tai osingot) diskontataan tarkasteluhetkeen. Diskonttaamalla eri aikoina syntyvät rahavirrat saadaan samanarvoisiksi. Diskonttokoron synonyymienä käytetään myös tuottovaatimusta ja

pääoman kustannusta. Arvonmääritystilanteissa diskonttokorkona käytetään pääoman keskimääräiskustannusta eli WACC:a. Mitä suurempi riski, sitä korkeampi on sovellettava diskonttokorko. (Katramo ym. 2011, 127.)

Yrityksen arvon määrittelemiseen on kehitetty lukuisa joukko erilaisia mekaanisluonteisia laskumenetelmiä (Suomen yrittäjien www-sivut 2012). Useimmiten näistä mainitaan yrityksen substanssi-, kassavirta ja vertailukaupparvot.

Yrityksestä riippuen eri menetelmät tarjoavat erilaisia näkemyksiä sen todellisesta rahallisesta arvosta. Yleisimmin arvonmääritys toteutetaan nykyään käytännössä kassavirtalaskelmien avulla. Niiden käyttöä perustellaan sillä, että tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. (Martikainen & Martikainen 2002, 141.)

Yritysten arvostamisessa ja arvonmäärityksissä käytetään usein yksinkertaisia peukalosääntöjä: esimerkiksi yhtiön todetaan olevan halpa, jos sen EV/EBITDA-luku on alle viisi, P/E-luku alle kymmenen tai P/B-luku on alle 1,0 (Katramo ym. 2011, 102.)

5.2 Suhteellinen arvonmääritys

Suhteellisen arvonmäärityksen arvostuskertoimien käytön yleisyys perustuu niiden yksinkertaisuuteen. Yleisimmin käytettyjä tilinpäätösperusteita ovat yrityksen käyttökate (EBITDA, liikevoitto (EBIT), nettotulos (earnings), oman pääoman tasesubstanssi (book value) ja liikevaihto (sales). Jakamalla yrityksen liiketoiminnan arvo (EV) tai oman pääoman arvo (P, price) näillä tilinpäätösmuuttujilla saadaan laskettua yleisesti käytetyt EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/B- JA EV/S-tunnusluvut. (Katramo ym. 2011, 105.)

Kannattavuuteen perustuvat arvostuskertoimet ovat kaikkein yleisimpiä. EV/EBITDA- ja EV/EBIT-luvut lasketaan suhteuttamalla yrityksen liiketoiminnan arvo (= yritysarvo eli oman ja vieraan pääoman arvo yhteensä) yrityksen liikevoittoon (EBIT= tulos ennen korkoja ja veroja) tai käyttökatteeseen (EBITDA

tulos ennen korkoja, veroja ja poistoja). Liiketoiminnan arvoa laskettaessa vieraan pääoman arvo ilmoitetaan nettomääräisesti, jolloin korollisista veloista vähennetään yrityksen kassavarat. Liiketoiminnan arvo (EV) = oman pääoman arvo + nettovelat. EV/EBITDA ja EV/EBIT-luvut sisältävät useimmissa tapauksissa samantyyppistä informaatiota kuin P/E-luku. Rahoitusrakenteen erojen korjaaminen on yksi EV/EBIT-luvun eduista verrattuna P/E-lukuun. (Katramo ym. 2011, 109.)

5.3 Substanssiarvo

Substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen taseesta laskettua nettoarvoa: varat ja velat arvostetaan käypiin arvoihinsa ja vähennetään toisistaan (Suomen yrittäjien www-sivut 2012). Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että rakennuksille, koneille, laitteille ja yrityksen muulle omaisuudelle etsitään arvo, joka niistä saataisiin, mikäli ne myytäisiin tällä hetkellä sellaisenaan (Asiakastiedon www-sivut 2012). Substanssiarvo on etenkin pk-yrityskaupoissa erittäin oleellinen tieto, koska sen alle yrittäjä ei tule yritystään myymään.

Voidaan siis todeta, että yrityksen substanssiarvo on yrityksen pohjahinta. Verovelka tulee ottaa huomioon vieraana pääomana, olipa se merkitty taseeseen tai ei. Verovelka tulee laskea myös tilinpäätössiirroista ja realisoitavissa olevien varojen myyntivoitoista. Verovelalla tarkoitetaan tässä yhteisöveroa. Eli jos omistaja lopettaisi yritystoiminnan ja myisi kaiken kaluston pois, niin siitä joutuu maksamaan yhteisöveron 24,5 %. Substanssiarvoa laskettaessa saattaa olla tarpeen ottaa huomioon muitakin velkaeriä kuin ne, jotka ilmenevät taseesta. Sellaisista vastuista, jotka tulee rinnastaa velkoihin, saa tietoja liitetiedoista. Toimimattomien tai kannattamattomien tytäryritysten ja muiden läheisten yritysten puolesta annetut vakuudet tms. vastuusitoumukset saattavat olla tosiasiallisia velkoja. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 318.)

5.4 Vertailukauppa-arvo

Markkinoilta haettu vertailukauppojen mukainen arvo on periaatteessa kaikkein selvin yrityksen arvon mittari. Yritykselle voidaan hakea hinta jo toteutuneiden

vastaavanlaisten yrityskauppojen mukaan. (Suomen yrittäjien www-sivut 2012.) Tämä on kuitenkin mielestäni erittäin kyseenalainen keino koska, kuten Suomen yrittäjienkin sivuilla todetaan, ei ”vastaavaa” yritystä todennäköisesti ole olemassakaan. Vertailukauppa-arvo onkin mielestäni enemmän suuntaa antava. Case tapaukseen haastattelemani yritysvalittaja mainitsi, että useimmiten tämäntyyppiset kaupat syntyvät hinnalla, joka on hyvin lähellä viisi kertaa käyttökate tai yrityksen todellinen nettovarallisuus. (Lakimies ja yritysvalittajan henkilökohtainen tiedonanto 31.03.2012).

5.5 Tilinpäätösperusteinen tuottoarvo

Tuottoarvo syntyy siitä, että yrityksen liiketoiminta kannattaa ja tuottaa tuloa tulevaisuudessa. Tuoton perusteella yritykselle voidaan laskea tuottoarvo, joka ylittäessään substanssiarvon muodostaa myyntihinnalle eräänlaisen maksimin. Todellinen hinta asettuu yleensä substanssiarvon ja tuottoarvon väliin. (Asiakastiedon www-sivut 2012.)

Tilinpäätöksellä on vakiintunut asema tuottoarvon määrittämisessä. Se sisältää ainutlaatuisen hyvän ja systemaattisen tietovaraston arvonmäärittävän yrityksen taloudesta. Ainoa huono puoli siinä on se, että tilinpäätös kertoo aina menneestä ajasta. Kun tilinpäätöstä käytetään lähtökohtana tuottoarvon selvittämisessä, yrityksen toiminnan arvellaan olevan tulevaisuudessa samankaltaista ja tulokseltaan samantasoista kuin tähänkin saakka. Tuottoarvolaskelman ensimmäisenä vaiheena on selvittää yrityksen tyypillisen vuosituoton määrä, tai nykyisen tulorahoituksen määrä ja sen kasvu. Usein tyypillinen vuositulo selvitetään kolmen tai neljän viimeksi kuluneen vuoden tuottojen keskiarvona. Keskiarvolla pyritään eliminoimaan satunnaisia tekijöitä, kuten suhdanteista aiheutuvia vaihteluita. Ellei nykyisen tuoton tason odoteta tulevaisuudessa muuttuvan, tuottoarvo saadaan diskonttaamalla keskimääräinen tuotto-odotus ikuisen tuoton oletuksella nykyhetkeen. Jos esimesimerkiksi keskimääräinen vuotuinen tuotto on 100 000 euroa ja tuottovaatimus 8 prosenttia, tuottoarvoksi saadaan:

$$100\ 000\ \text{euroa}/0,08 = 1\ 250\ 000\ \text{euroa.}$$

(Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 323-324.)

Keskimääräisen tuoton selvittämiseen on useita vaihtoehtoja. Se määritetään usein tuloslaskelman nojalla. Näin meneteltäessä tarvitaan tuloslaskelman standardisointia erilaisten tilinpäätösperusteiden soveltamisvaikutusten eliminoimiseksi. Esimerkiksi poistoja koskevien ongelmien välttämiseksi tuoton määrittelyperustana käytetään rahavirtalaskelmaa. Tilinpäätöksestä selvitettävistä oleva kassaperusteinen tulorahoitus esitetään usein seuraavaan tapaan laskettuna nettojäämänä omalle pääomalle.

Kassatulot	
- muuttuvat ja kiinteät kassamenot	
<hr/>	
Käyttöjäämä	
- Investointien kassamenot	
<hr/>	
Tulojäämä	investointien
jälkeen	
+/- rahoituksen tuotot ja kulut	
- tuloverot ja muut välittömät verot	
<hr/>	
Tulojäämä voitonjaon jälkeen	
+/- Vieraan pääoman nettoulos	
<hr/>	
nettojäämä omalle pääomalle	

Joskus menetellään niin, että toteutuneiden tai suunniteltujen investointien kassamenojen sijasta käytetään oikaistuja poistoja tai arvioituja korvausinvestointien määriä (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 323-324).

Tuottoa pitää saada enemmän kuin riskittömästä korosta. Riskitön korko tarkoittaa valtion 10-vuotisen obligaation tuottoa. Tuotto on ollut keskimäärin 3% ja eurokriisin takia se on kasvussa. (Asiakastiedon www-sivut 2012.)

Tämän vuoksi yrityskaupasta pitää saada sijoitetulle pääomalle vähintään 10%:n tuotto.

5.6 Goodwill- badwill-arvo

Lähtökohtaisesti yrityksen arvo on sen tuottoarvo. Tuottoarvon rinnalle lasketaan yleensä substanssiarvo. Tuottoarvon ja substanssiarvon määrittäminen antavat mahdollisuuden yrityksen goodwill- tai badwill arvon määrittämiseen. Kun

tuottoarvo on substanssiarvoa suurempi, yrityksen arvo ylittää siihen sitoutuneiden tuotannontekijöiden arvon. Tuottoarvon ja substanssiarvon erotusta voidaan tällöin kutsua goodwill-arvoksi. Jos taas yrityksen substanssiarvo on tuottoarvoa suurempi, paremmin ansaittaisiin toiminta lopettamalla ja tuotannontekijät myymällä. Substanssiarvon ja tuottoarvon välistä erotusta kutsutaan tällöin yrityksen badwill-arvoksi. Se kertoo nykyarvossaan, kuinka paljon menetetään, jos yrityksen toimintaa jatketaan tuottoarvon laskentaperusteena olleella tavalla. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 324.) Tuottoarvon määrittäminen on kuitenkin käytännössä hyvin vaikeaa, koska se edellyttää ennusteen laatimista tulevaisuuden tuotoista.

Tuotot pitää diskontata sopivalla korkokannalla, joka vastaa rahanaika-arvoa varmassa sijoituskohteessa lisättynä riskilisällä (Asiakastiedon www-sivut 2012).

5.7 Osinkomalli

Arvonmääritysmallien juuret ovat Gordonin jo vuonna 1938 esittämässä osinkoperusteisessa mallissa. Se on myös lähtökohtana kehittyneimmissä malleissa, kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen mallin mukaan oman pääoman arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen diskontattu nykyarvo. Perusajatus on, että koska oman pääoman sijoituksella ei ole määräaika, oman pääoman arvo on päättymätön osinkovirran nykyarvo. Tulevien vuosien osinkojen nykyhetken diskonttaamisessa käytetään oman pääomaehtoisten sijoittajien tuottovaatimusta. Osinkoperusteisen mallin käytännön soveltamiseen liittyy useita vaikeuksia. Tulevien osinkojen luotettava arviointi on vaikeaa. Toisaalta pienetkin virheet vaikuttavat suuresti mallin antamiin tuloksiin yrityksen arvosta. Tämä siksi, että mallin mukaan yrityksen arvo tulee kokonaisuudessaan tulevista osinko-odotuksista. Pienetkin osinkojen ennustevirheet vaikuttavat tällöin suuresti mallin antamaan lopputulokseen. Osinkomallin käytössä joudutaankin tekemään oletuksia osinkojen tasaisesta kasvusta. (Kallunki 2010.)

5.8 Vapaan kassavirran malli

Perinteistä osinkomallia kehittyneempi arvonmäärittäysmalli on ns. vapaan kassavirran malli. Kassavirtalaskelmissa seurataan pelkästään rahan liikkeitä, eli tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja. Samalla tavoin kuin osinkoperusteisessa arvonmäärittäysmallissa, yrityksen arvo on tulevien osinkojen diskontattu nykyarvo, kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo on yrityksen tulevien diskontattujen kassavirtojen nykyarvo. (Kallunki 2010.) Vapaan kassavirran mallilla voidaan määrittää joko oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Valinta tehdään sillä perustella kumpi on helpommin laskettavissa. (Katramo ym. 2011, 130).

Vieraan pääoman kassavirrat on tavallisesti helppo määrittää, koska ne perustuvat yleensä ennalta tehtyyn kiinteähintaiseen sopimukseen. Oman pääoman arvon määrittäminen on hankalampaa, koska sen korvaukset eivät ole kiinteitä vaan riippuvat yrityksen tuloksentekevyydestä. Lisäksi oman pääoman sijoitus on tehty määräämättömäksi ajaksi, joten lähtökohtaisesti sen maturiteetti on ikuinen. Vapaan kassavirran menetelmää käytettäessä tulee tuntea kaksi tekijää: vastaiset kassavirrat ja tuottovaatimus, jolla lasketaan vastaisten kassavirtojen nykyarvo. Yleensä vastaiset kassavirrat arvioidaan budjettien ja muiden suunnittelulaskelmien perusteella lähivuosien osalta ja tämän jälkeiseltä ajalta tavallisesti oletetaan, että kassavirta kasvaa tasaisesti arvioidun kasvukertoimen mukaisesti. Usein arvonmäärittäyksessä tukeudutaan toteutuneisiin vapaisiin kassavirtoihin ja oletettuun kasvukertoimeen. (Leppiniemi & leppiniemi 2006, 319.)

Vapaan kassavirran soveltaminen käy helpoiten, jos yrityksen kassavirrat ja niiden kasvu ovat suhteellisen tasaisia. Mitä suurempia yksittäisiä investointeja tehdään, sitä hankalampi menetelmää on soveltaa. Oman pääoman kassavirrat saattavat olla negatiivisia voimakkaasti tuotekehitykseen tai nopeasti kasvavien yritysten kohdalla. Näiden yritysten kohdalla saattaa olla kuitenkin merkittäviä tulevaisuuden odotuksia. Nämä mahdollisuudet tulisi kyetä ennakoimaan menetelmää sovellettaessa. Oman pääoman vapaa kassavirta voidaan esittää seuraavasti:

Liikevoitto

+ poistot ja arvonalentumiset

- + Rahoitustuotot
- Rahoituskulut
- Tuloverot ja muut välittömät verot
- + Osuus osakkuusyrittäjästä
- +/- Nettokäyttöpääoman muutos
- +/- Muut kassavirtavaikuttavat erät

= Vapaa oman pääoman kassavirta (FCF, Free Cashflow)

(Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 249.)

Joskus arvonnäätitys tehdään niin, että lähtökohdaksi arvioidaan tavanomainen, tyypillinen vuotuinen vapaan kassavirran tai osingon määrä eikä oteta huomioon erikseen kassavirtojen tulevaisuudessa tapahtuvaa kasvua. Tällöin kaavan $g = 0$ ja yrityksen arvo saadaan vapaan kassavirran perusteella:

$$P_0 = FCF/r$$

Jos esimerkiksi keskimääräinen odotettavissa oleva vapaan kassavirran määrä on 100 000 euroa ja oman pääoman tuottovaatimus 10 %, yrityksen arvoksi saadaan:

$$100\,000 \text{ euroa} / 0,10 = 1\,000\,000 \text{ euroa.}$$

(Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 249.)

Yksittäisen osakkeen arvo saadaan käyttämällä yrityksen koko vapaan kassavirran tai osinkomäärän sijasta osakekohtaista vapaata kassavirtaa tai osinkoa. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 249).

Yrityksen vapaat kassavirrat kokonaisuudessaan lasketaan niin sanotulle ennustejaksolle, jonka pituus voi olla esimerkiksi 3-8 vuotta. Sen jälkeiset kassavirrat ennakoitaan tavallisesti kasvukerrointen avulla; yksi-, kaksi- tai useampivaiheisina. (Kallunki & Niemelä 2007, 118.)

Kassavirtaperusteisen arvonnäätitysmallin etuihin kuuluu, että sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan kehityksen edellytyksiä (Martikainen & Martikainen 2002, 141).

5.9 Herkkyysanalyysi

Osana arvonmäärittystä tulee kyetä osoittamaan sen herkkyys niille keskeisille oletuksille, joita arvonmäärittymallissa on käytetty. Herkkyysanalyysin avulla voidaan osoittaa, kuinka muutosherkkä saatu arvo on esimerkiksi käytetylle diskonttokorolle, pitkän aikavälin kasvuodotukselle tai käytetylle kannattavuudelle.

Huolellinen herkkyysanalyysi on osa hyvää arvonmäärittystapaa. Teknisen herkkyysanalyysin lisäksi on kuitenkin hyvä pitää mielessä yrityksen liiketoimintaan liittyvät muut taustaoletuksiin ja ennusteisiin liittyvät seikat. (Katramo ym. 2011, 141-142.)

5.10 Arvonmäärityksen yhteenveto

Vaikka arvonmäärittymalleja voidaan pitää teoreettisesti oikeina, usean arvonmäärittymenetelmän käyttö on osoittautunut käytännössä toimivaksi tavaksi. Eri menetelmät auttavat hahmottamaan tarkasteltavan kohteen arvonmäärittymällisiä ominaisuuksia. Usean menetelmän käyttö helpottaa loppupäätelmien tekemistä, varsinkin haasteellisissa tilanteissa (voimakas kasvu, poikkeava kannattavuus tai riskisyys) sekä sellaisissa tilanteissa, joissa eri menetelmät antavat toisistaan poikkeavia arvoja. Eri arvonmäärittymenetelmien erot voivat johtua useasta eri syystä. Ensinnäkin vertailuyhtiöiden tilanne voi olla hyvin erilainen esimerkiksi kasvun tai riskin suhteen, minkä vuoksi käytetyt arvostuskertoimet saattavat antaa liian matalia tai liian korkeita arvoja. Samoin erot velkaisuudessa voivat usein olla selittävä tekijä kohdeyritysten välillä. Myös arvonmäärittymallin oletukset voivat osoittautua tarkemman analyysin jälkeen liian optimistiseksi, minkä tosiasian muiden menetelmien tulokset voivat tuoda esille. Jos eri menetelmien antamat tulokset poikkeavat toisistaan, oleellista on näiden erojen analysointi. Kaiken kaikkiaan usean menetelmän hyödyntäminen auttaa löytämään luotettavan vaihteluvälin yrityksen arvolle, riippumatta siitä, mitä menetelmiä arvonmäärittäjä on tottunut käyttämään. (Katramo ym. 2011, 142-143.)

6 TULEVAN KEHITYKSEN ENNAKOINTI JA SYNERGIAEDUT

Koska arvonmäärityksen keskeisenä lähtökohtana on yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen, oli tulevaisuuden arvioinnilla tässä työssä keskeinen rooli. Tulevaisuuden ennakointi voi perustua yrityksen omiin arvioihin ja ennusteisiin esimerkiksi tulevasta myynnistä, tuloskehityksestä tai rahoituksellisesta tilanteesta. Näihin yrityksen sisäisiin, ei julkisiin, tietoihin perustuva arvonmääritys on yksityiskohtiin tarkimmin syventyvä. Hyvin usein arvonmääritys joudutaan kuitenkin tekemään yrityksen ulkopuolisen tiedon varassa. Tällöin analyysiä vaikeuttaa yrityksen tulevaisuuden projisoinnin arvionvaraisuus. Yritysten ulkopuolista tietoa voi kerätä tilinpäätöksistä, vuosikertomusten muusta informaatiosta, julkaistuista toimiala-analyyseistä, kansantalouden tilaa koskevista ennusteista ja muista mahdollisista lähteistä. (Kallunki, Niemelä 2007, 27-33.)

Keskeistä tulevaisuuden ennakoinnissa on käytetyn informaation avoimuus ja läpinäkyvyys. Tämä koskee sekä arvonmäärityksen laatijaa että sen hyväksikäyttäjää: kummankin tarvitsee tietää käytetyt oletukset sekä niihin vaikuttaneet tekijät. Näin voidaan verrata ennusteita toteutuneisiin lukuihin ja pyrkiä oppimaan mahdollisista eroista. (Kallunki, Niemelä 2007, 27-34.)

Ostajalla on ennen projektin aloittamista oltava ennakkokäsitys yrityskaupan avulla saavutettavista synergioista. Yrityskaupan vaikutusten ymmärtäminen on syntyvän yrityskokonaisuuden strategian kannalta olennaisinta. Täytyy kuitenkin huomata, että vain realistisilla synergioilla voidaan perustella maksettua kauppahintaa. (Katramo ym. 2011, 44.)

Yrityskauppojen arvonmäärityksen haasteellisimpia tehtäviä onkin arvioida syntyvät synergiat ja määrittää niiden arvo. Synergioilla tarkoitetaan sitä, että ostettavan yrityksen arvo on myyjälle suurempi kuin sen arvo itsenäisenä yhtiönä. (Katramo ym. 2011, 97.)

Ostajalle syntyvät synergiat voivat syntyä useasta eri lähteestä. Synergiaedut voidaankin jakaa kuuteen ryhmään:

1. tuottosynergiat eli liikevaihtoa kasvattavat synergiat
 - esimerkiksi ristiinmyynti ja uudet myyntikanavat
2. kulusynergiat
 - esimerkiksi toimitusketjun karsinta ja tehostunut jakelu tai hallintokulujen aleneminen
3. rahoitukselliset synergiat
 - pääoman kustannuksen alentaminen velan käytön optimoinnilla
4. omaisuuseriin liittyvät synergiat
 - esimerkiksi ylimääräisten toimitilojen tai koneiden ja kaluston myynti
5. verotukselliset synergiat
 - vahvistettujen tappioiden hyödyntämismahdollisuus
6. synergiat uusista liiketoimintamahdollisuuksista
 - mahdollisuus vetäytyä jostain liiketoiminnasta tai siirtyä täysin uuteen liiketoimintaan.

(Katramo ym. 2011, 97.)

Syntyvistä synergioista tuotto- ja kulusynergiat ovat yleisiä, ja erityisesti tuottosynergiat voivat olla hyvin merkittäviä. Synergiat tulee kuitenkin aina analysoida tapauskohtaisesti. Esimerkiksi synergiaetu uusista liiketoimintamahdollisuuksista voi joskus avata merkittäviä mahdollisuuksia ostavalle yritykselle. On myös tärkeää huomata se, että synergioihin liittyy usein myös lyhyen aikavälin kustannuksia, jotka voivat syntyä liiketoimintojen integroinnista. (Katramo ym. 2011, 98.)

Synergiaetujen laskennassa on huomioitava, että synergioihin liittyy muita suurempi epävarmuus ja riski. Lisäksi synergiaedut voivat vaikuttaa vain rajoitetun ajan, mikä voi vaikuttaa huomattavasti niiden arvon laskemiseen. (Katramo ym. 2011, 98.)

7 SUUNNITELLUN KAUPAN OSAPUOLET

Yritys Y

Toimeksiantaja yritys Y on myös koneistusalihankkija pääkaupunkiseudulla. Yritys Y on perustettu 1970 ja on nyt myös toisessa sukupolvessa. Liikevaihto on ollut 2-3 milj. €:n välillä ja henkilökuntaa on ollut noin 15. Yritys on tehnyt hyvää tulosta vuodesta toiseen ja kassavirta on ollut vahvasti positiivinen. Tämän vuoksi yritys haluaa kasvaa myös yritysostoin. Samalla halutaan hakea synergiaetuja ja vähentää alueellista kilpailua. Kaupan toteutuessa yrityksen liikevaihto kohoaisi n. 6 milj. €:n joka toisi myös säästöjä materiaalihankinnoissa. Vaikka yritys Y on pienempi kuin sen tavoittelema yritys X, niin sen tuottoarvo on ollut suurempi. Tämä voisi osaltaan tarkoittaa sitä, että ostettavan yrityksen tuotto paranisi, koska yrityskulttuuri tulisi muuttumaan enemmän paremmin tuottavan yrityksen kaltaiseksi. Toisaalta taas yrityksen pienempi koko on saattanut pitää suhteellisen kannattavuuden paremmalla tasolla, koska pienempää yritystä on helpompi hallita.

Yritys X

Yritys X on koneistusalihankkija pääkaupunkiseudulla. Yritys on keskittynyt CNC-koneistukseen. Yritys X:llä on pitkä historia ja sen toiminut alalla kauan. Yritys on perheyhtiö toisessa sukupolvessa. Yritys on jo pitkään tehnyt tasaista tulosta pois lukien vuosi 2009, joka oli erityisesti tällä alalla erittäin vaikea. Liikevaihto on ollut 2-4 milj. €:n välillä viime vuosina. Henkilökuntaa yrityksellä on ollut noin 20 henkeä. Tuottoarvo ei ole kuitenkaan ollut kovin korkea ja sijoitetulle pääomalle ei ole saatu riittävän hyvää korvausta. Hinnan määrittämisessä nousee yksi ongelma ylitse muiden. Taseessa on kiinteistö ja maa-alue, joiden tasearvo on tällä hetkellä 730 000€. Niiden todellinen arvo on vaihteluvälillä 1 250 000 - 1 500 000. Yritys X on asettanut hintahaitarin, jossa neuvotteluja käydään. Myyjä on ilmoittanut, että substanssiarvoon yritystä ei myydä ja 3,5 milj.€ euroa on jo liikaa.

8 YRITYS X:N STRATEGIAN JA LIIKETOIMINNAN ANALYYSI

Yritys X:n strategian ja liiketoiminnan analyysi perustuu osapuolien toimitusjohtajien haastatteluihin sekä tutkijan omiin kokemuksiin alasta. Yritys X:n liikeidea on valmistaa laadukkaita sorvauskappaleita alihankintana. Yritys on keskittynyt sarjatuotannon hallintaan ja erikoistunut vaikeammin koneistettaviin materiaaleihin. Yritys ei halua tehdä piensarjoja, jotta koneiden tehokkuus säilyisi hyvänä. Yritys on löytänyt hyvän markkinaraon sellaisista kappaleista, jotka eivät kiinnosta massatuotantoyrityksiä ulkomailla, mutta jotka ovat kuitenkin sarjoiltaan kohtuullisen suuria. Erikoistuminen vaikeammin koneistettaviin materiaaleihin suojaa myös kilpailulta, etenkin ulkomaiselta kilpailulta. Monet halpatuotantomaat eivät halua tehdä vaikeasti koneistettavia materiaaleja. Yrityksen liikeideaan kuuluu myös vahvana osana kansainvälisyys. Yritys on saanut myytä tuotteitaan myös muihin pohjoismaihin. Tämä tarjoaa erittäin hyvät kasvumahdollisuudet.

Yritys tunnetaan alueellaan osaavana ja edullisena alihankintapajana. Yrityksen tuotantoprosessit ovat tehokkaita ja laadukkaita. Miinuksena on se, että konekanta alkaa vanhentua. Jollei asialle tehdä piakkoin jotain, kilpailuetu menetetään. Yrityksen tuotantotilat ovat modernit, tehokkaat ja niissä on myös kasvunvaraa.

Hinnoittelu tehdään erittäin tiukasti. Hinnat ovat erittäin kilpailukykyisiä kilpailijoihin nähden. Tuotteet ovat hyvin differoituja eri asiakassegmenteille, tämä pienentää yleisen taloustilanteen aiheuttamia laskuja.

Henkilöstön keski-ikä on n. 40 vuotta, jota voidaan pitää kohtuullisena tällä alalla. Henkilöstö on kuitenkin tällä alalla suuri riski. Osaavan henkilöstön saatavuus on heikkoa. Tämä selviää myös TEM-toimialaraporteista (Työ ja elinkeinoministeriön www-sivut 2012), jossa varsinkin pääkaupunkiseudulla on vaikeaa löytää työvoimaa. Tämä vaikeuttaa kasvua sekä tuloksentekoa. Valmistettavien kappaleiden vaatimukset kasvavat koko ajan ja koneiden monipuolisuus lisääntyy. Koneistajien taidot eivät ole pysyneet perässä ja uusia koneistajia ei valmistu tarpeeksi. Haittana on myös nuorten huonontunut asenne työelämää kohtaan.

Sisäisen analyysin yhteenvedona voidaan todeta, että yrityksen liiketoiminnan lähtökohta on hyvä ja se tarjoaa kasvumahdollisuuksia. Yritys on hyvin johdettu ja tuotanto on suhteellisen tehokasta. Uhkana on konekannan vanhentuminen ja henkilöstön vanhentuminen. Uusia päteviä työntekijöitä on vaikeata löytää.

Alihankinta-ala on perinteisesti ollut erittäin syklinen. Syklisyyttä voi kuitenkin pienentää laajalla asiakaskunnalla. CNC-alihankkijat pystyvät palvelemaan monia eri teollisuuden aloja, jotka reagoivat markkinamuutoksiin useinkin eri tavalla. Lisäksi monet yritykset ovat suunnannäyttäjiä taantuman tulossa ja pudottavat tuotantoaan paljon ennen markkinoiden varsinaista pudotusta. Tämä perustuu tutkijan omiin havaintoihin. Näille yrityksille on tyypillistä myös lähteä nousuun ennen kuin markkinat nousevat. Toiset yritykset taas pudottavat tuotantoaan vasta sitten, kun taantuma on jo markkinoiden mielestä ohi ja heidän uusi nousu alkaa vasta paljon myöhemmin. Pienentääkseen markkinariskiä ja syklisyyttä asiakkaita pitää saada eri teollisuuden aloilta.

Kilpailutilanne

Kilpailutilanteessa on kaksi puolta. Kilpailu on nykyisten yritysten kesken kovaa, mutta uusista kilpailijoista ei ole tällä hetkellä kovinkaan suurta vaaraa. Tämä ei perustu varmoihin faktoihin. Tutkija on itse seurannut Kauppalehden uudet yritykset palstaa. Lisäksi Suomessa on erittäin pienet piirit kyseisellä alalla ja uusien kilpailijoiden syntyminen tulee tietoon melko nopeasti. Tuotantokustannukset ovat nousseet niin rajusti, että uusien kilpailijoiden tuleminen markkinoille on erittäin vaikeaa. Olemassa olevien yritysten kilpailu on tällä hetkellä kuitenkin erittäin kovaa, joka johtuu ”kiinailmiöstä”. Se on pudottanut hintoja rajusti. Tämän vuoksi monet yritykset polkevat hintoja, jotta työt eivät siirtyisi halpamaihin. Vuoden 2008 lopulla alkaneessa luottolamassa kilpailu pieneni jonkin verran. Heikoimpia yrityksiä meni konkurssiin tai lopetti toimintansa. Kaiken kaikkiaan kilpailijoita on erittäin runsaasti. Kilpailutilanne kovenee aina kun talouden alamäki alkaa, koska silloin vapautuu kapasiteettia myös sellaisilta yrityksiltä, jotka eivät ole aikaisemmin olleet yritys X:n kilpailijoita.

Maailman- ja kansantalouden tilanne

Tutkijan mielestä maailman taloudellinen tilanne on kammottava. Tämä on se asia, jota tulee miettiä erittäin tarkkaan, kun mietitään isoa investointia. Suomen oma tilanne on se, että juna on ajamassa kohti pystysuoraa seinää, eikä asialle haluta tehdä mitään. Suomen velkataakka on liian iso ja se kasvaa myös tulevaisuudessa. Ilman julkisen talouden suuria leikkauksia suunta ei tule muuttumaan. Tämä on johtanut ja tulee johtamaan siihen tilanteeseen, että yritysten kansainvälinen kilpailutilanne heikkenee vuosi vuodelta. Tällä hetkellä asiaa yritetään korjata verojen nostolla, mikä on vaikuttanut jo siihen, että isoja ja pieniäkin tehtaita ajetaan alas. Tämä taas johtaa siihen, että ilman leikkauksia veroja pitää korottaa uudemman kerran ja se tulee vain kiihdyttämään tehtaiden alasajoa. Mikäli valtiolta ei opi sitä tosiasiaa, että julkinen sektori on paisunut liian isoksi, koko valmistavan teollisuuden tulevaisuus on erittäin heikko. Sama tilanne koskee oikeastaan koko Eurooppaa. Tämän tilanteen takia neuvoisin olemaan erittäin varovainen isojen yrityskauppojen suhteen.

9 YRITYS X: N TILINPÄÄTÖSANALYSOINTI

Seuraavassa kappaleessa tehdään tilinpäätösanalysointi yritys X:stä. Jotta tilinpäätösanalysointi tehtäisiin oikein, se on syytä aloittaa tilinpäätöksen oikaisusta.

9.1 Tilinpäätöksen oikaisu

Liikevaihtoa ei tarvitse oikaista, sillä epävarmoja myyntisaamisia ei ole. Avustuksia tai käyttöomaisuuden myyntivoittoja on saatu sekä vuosina 2011, että 2010. Tuloslaskelmassa ei oikaista muuta kuin liiketoiminnan muut tuotot tai kulut ja ne siirretään nettotuloksen jälkeen satunnaisiin tuottoihin ja kuluihin. Tämä sen takia, koska ne ovat nimensä mukaisesti satunnaisia, eikä niitä ole välttämättä joka vuosi tulossa.

Suunnitelman mukaisissa poistoissa ei ole oikaistavaa. Muutakaan oikaistavaa ei ole, joten oikaistu tuloslaskelma on valmis (liite 1). Oikaisematon tuloslaskelma on liitteessä 2.

Taseen oikaisussa esiin tulee kaksi kohtaa: maa-alueet ja rakennukset arvo virallisessa tilinpäätöksessä on 775 863,90 €:a. Liitetietojen mukaan niiden todellinen arvo on 1 450 000 €:a, joten arvonkorotusrahaston määrä nousee 674 136,10 €:n. Koneet ja kalusto on virallisessa taseessa arvoltaan 474 019,92 €:a, kun liitetietojen mukaan sen todellinen arvo 518 300,25 €:a, arvonkorotusrahastoa tulee siis nostaa 44 280,33 €:a. Oikaistu tase ja oikaisematon tase ovat liitteessä 3.

Oikaistujen tuloslaskelman ja taseen jälkeen siirrytään analysoimaan yritys X:n taloutta. Aluksi selvitetään yritys X:n substanssiarvo, jotta päästään selvyteen arvon alarajasta. Sen jälkeen tulee perinteinen tilinpäätösanalyysi tunnuslukuineen.

9.2 Yritys X:n substanssiarvo

Yritys X:n substanssiarvo on 2,3 milj. € (liite 4). Liitteessä 4 on eritelty koneiden, kaluston, vaihto-omaisuuden ja kiinteistöjen jälleenmyyntiarvot, joista substanssiarvo muodostuu. Tämän alle myyjä ei tule yritystään myymään (palaveri yritys X:n omistajan kanssa). Koneet ja kalusto, maa-alueet ja rakennukset sekä arvopaperit on arvioitu tämän hetkiseen jälleenmyyntiarvoon. Koneiden ja kaluston arvioinnissa on käytetty kolmea eri lähdettä. Arvioinnit on tehnyt yrityksen omistaja sekä ostavan yrityksen toimitusjohtaja, jolla on samalta alalta hyvä asiantuntemus kyseessä olevien koneiden arvosta. Kolmantena arvioinnin on tehnyt kyseisten koneiden maahantuonnista ja myynnistä vastaava myyntimies. Maa-alueista ja rakennuksista on tehty vertailukauppa-arvon määrittäminen ja kiinteistövälittäjän arvio. Tästä eteenpäin voidaan siirtyä muihin arvonmäärittämenetelmiin, koska pohjahinta 2,3 milj. € on selvillä.

9.3 Yritys X:n kannattavuus

Yrityksen keskimääräinen käyttökate neljän viimeisen vuoden ajalta on ollut 352 010,61 €. Keskimääräistä käyttökateä laskee vuoden 2009 surkea käyttökate. Kyseinen vuosi oli alalla erittäin vaikea. Usein kuulee puhuttavan, että yrityksen arvo on 3-4 kertaa käyttökate (Katramo ym. 2011, 102). Yritysvälittäjänä toimivan lakimiehen mukaan yrityksen arvo on 5-6 kertaa yrityksen liiketulos (Lakimies ja yritysvälittäjän henkilökohtainen tiedonanto 10.4.2012). Liiketuloksen eli EBIT-luvun keskiarvo viideltä viime vuodelta on 292 108,41€.

Oman pääoman tuotto prosentti on 6,4 %:a vuodelta 2011. Tuotto prosentti jää hieman ostajan tavoitteesta, mutta on kuitenkin selkeästi enemmän kuin riskittömistä obligaatioista saa tällä hetkellä.

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti on 8,33 % vuodelta 2011. Yritystutkimus Ry:n ohjeistuksen mukaan se on tyydyttävä taso. Se on kuitenkin parempi kuin vieraan pääoman tuottovaatimus.

Käyttökate prosentti on 13,52 %:a. Liikevoitto prosentti on 8,80 %:a. Laskelmat löytyvät liitteestä 5. Tulokset tarkoittavat sitä, että liiketoiminta on kannattavaa, mutta kaikki luvut saisivat olla korkeampia, jotta päästäisiin hyvälle tasolle. Liiketoiminta tuottaa, mutta riskeihin nähden ei riittävästi.

9.4 Yritys X:n vakavaraisuus

Omavaraisuusaste on 74 %, joka on kaikin puolin hyvä. Velkaantumisaste (26,0) on myös suhteellisen hyvällä tasolla, gearing (15,5) ja suhteellinen velkaantumisaste (27,8) ovat myös hyvällä tasolla. Luvut ovat hyvällä tasolla Yritystutkimus ry:n ohjeistuksen mukaan

9.5 Yritys X:n maksuvalmius

Yrityksen maksuvalmius on tyydyttävällä tasolla. Nettokäyttöpääoma on 28,6 % joten se on kunnossa, eikä kyse ole kuitenkaan ylikvidiyydestä. Quick ratio on 1,4 joka on YTN:n suositusten mukaan hyvä taso. Current ratio on myös yli 2 joten se on hyvällä tasolla.

Maksuvalmiuden rinnalla käytetään usein kiertoaika tunnuslukuja. Niitä ei kuitenkaan tässä työssä ole laskettu, sillä tutkijan näkemyksen mukaan niillä on erittäin vähäinen vaikutus arvioitaessa lopullista kauppahintaa. Lisäksi niihin uusi omistaja saa halutessaan parannuksia kaikista helpoiten.

10 ARVONMÄÄRITYS

Alettaessa laskemaan suhteellisia arvonmäärittämiä tulee ensin selvittää oman pääoman tuottovaatimus tai vaihtoehtoisesti WACC, riippuen siitä kumpaa halutaan käyttää diskonttokorkona. Tässä tutkimuksessa on valittu käytettäväksi oman pääoman tuotto. Ongelmaksi oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiselle tuo se, että nykyään ei taida olla täysin riskitöntä korkoa. Sen eurokriisi on osoittanut. Valtion 10-vuotisen viitelainan korko on 3 % (Suomen pankin www-sivut 2012). Tutkija olettaa kuitenkin, että Suomi selviytyy tästä kriisistä ja usko, että riskitön korko on 3 %. Muut riskilisät ovat suuria epävakaa markkinatilanteen vuoksi. Riskipremiot ovat vaihdelleet vuosikymmenten aikana pääsääntöisesti 3-6 %:n välillä (Katramo ym. 2011, 153). Tästä johdettuna tutkija asettaa oman pääoman kustannukseksi 10 %, jota käytetään siis tulevaisissa laskelmissa diskonttokorkona.

Yrityksen EV eli enterprice value on 3 245 614,18 €:a ja kun se suhteutetaan liikevoittoon saadaan EV/EBIT luvuksi 11,81. Yrityksen EV-arvo eli enterprice value on saatu kaavasta oman pääoman arvo + nettovelat. EBIT-luku on yhtä kuin yrityksen liikevoitto. Laskelmat ovat liitteessä 6.

Suhteuttamalla EV-arvo käyttökatteeseen saatiin EV/EBITDA luvuksi 7,68. EBITDA-luku on yhtä kuin käyttökate. Molemmat luvut ovat hyvin lähellä teollisuusalojen keskiarvolukuja.

Kyseiset luvut auttavat vertailussa muihin vastaaviin yrityksiin. Molempia lukuja käytetään yleisesti listaamattomien yritysten suhteellisessa arvonmäärityksessä.

Käyttökatteen avulla laskettaessa yrityksen arvoksi tulee:

$$4 \times 352\,010,61 \text{ €} = 1\,408\,042,44 \text{ €:a}$$

ja liikutuloksella laskettaessa:

$$6 \times 292\,108,41 \text{ €} = 1\,752\,650,44 \text{ €:a}$$

Laskelmissa käytettiin neljää ja kuutta vuotta, koska vuoden 2009 tulos on ollut poikkeuksellisen huono, johtuen maailmanlaajuisesta lamasta.

10.1 Vertailukauppa-arviointi

Vertailukauppa-arvoja ei kannata tutkijan mielestä kauheasti ruveta etsimään. Kuten tutkija jo aiemmin totesi, kahta täysin samanlaista yritystä ei ole olemassakaan. Lisäksi vaikeuden aiheuttaa se, että Pk-sektorin yrityskauppojen hinnat eivät ole julkista tietoa, eikä niitä sen takia juuri koskaan mainitakaan. Tutkijan haastattelema lakimies, joka toimii yritysvälittäjänä, antoi tähän asiaan hieman tietoa. Hänen mukaansa suurin osa toteutuneista kaupoista syntyy siten, että takaisinmaksuajaksi tulee 5-6 vuotta. Tarkkoja lukuja hän ei pystynyt antamaan vaitiolovelvollisuuden vuoksi.

10.2 Yritys X:n tuottoarvo

Seuraavassa osiossa tarkastellaan tilinpäätösperusteista tuottoarvoa, vapaan kassavirran antamaa tuottoarvoa ja osinkomallin antamaa tuottoarvoa

Tuottoarvo

Yritys X:n viiden vuoden keskimääräinen tulos oikaistun tuloslaskelman mukaan on ollut 167 366,93 €. Luku on viiden vuoden nettotuloksen keskiarvo. Oletuksena käytettiin sitä, että nettotulos kasvaa seuraavien viiden vuoden aikana 8 % vuodessa. Ostajien oman pääoman tuottovaatimus on 10 %. Diskonttaamalla seuraavien viiden vuoden tulokset ostajien vaatimalla 10 %:n tuottovaatimuksella saadaan keskimääräiseksi tuotoksi 158 456,14 €:a. Laskelmat löytyvät liitteestä 1. Näin yrityksen arvoksi saadaan:

$$158\,456,14\ \text{€} / 0,1 = 1\,584\,561,40\ \text{€}.$$

Substanssiarvo on yrityksen tuottoarvoa suurempi ja erotusta voidaan kutsua Badwill arvoksi. Tutkija on esittänyt aiemmin tutkimuksessaan, että yrityksen arvolle on olemassa kaksi erilaista nyrkkisääntöä. Yrityksen arvo on viisi kertaa yrityksen liiketulos tai kolme kertaa yrityksen käyttökate. Yrityksen viiden viimeisen vuoden yhteenlaskettu liiketulos oikaisemattomasta tuloslaskelmasta on 1 460 542,03 €:a. Kolme kertaa käyttökate on 1 056 031,83 €:a. Varsinkin käyttökate laskelmaa rasittaa vuoden 2009 huono tulos. Joka tapauksessa yrityksen tuottoarvo jää alle substanssiarvon.

Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran mallilla laskettaessa yrityksen arvoksi saatiin 2 039 260,73 €. Liitteessä 7 on laskettu vapaa oman pääoman kassavirta. Laskennassa on käytetty yhden kasvuvaiheen mallia. Se sisältää suorat ennusteet vuoteen 2015 asti. Sen jälkeen oletetaan, että vapaa kassavirta kasvaa 3 % vuodessa. Sitten vapaat kassavirrat on diskontattu vuoden 2011 alkuun. Oman pääoman tuottovaatimus on 10

%. Laskelmassa oletetaan, että liiketulos kasvaa tasaista 8 %:n vauhtia. Lisäksi tulevat investoinnit ovat arvioitu. Yrityksen arvoksi saadaan:

Vuosien 2011-2015 vapaat kassavirrat 1 377 733,56 € + vuosien 2016-2018 vapaat kassavirrat 661 527,07 € = 2 039 260,73 €.

Osinkomalli

Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \dots$$

Jos yrityksen jakamat osingot kasvavat tasaista vauhtia g , saadaan vuoden t osingot D_t seuraavalla kaavalla:

$$D_t = D_0 \times (1 + g)^t$$

missä D_t = Osingot vuonna t

D_0 = Osingot lähtövuonna (0)

g = Osinkojen vuosittainen kasvuvauhti

t = vuosia (1,2,3,...,n).

Sijoittamalla kaavat yhteen saadaan osakkeen tämänhetkiseksi arvoksi

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r)^3} + \frac{D_0(1+g)^4}{(1+r)^4} + \dots$$

Tämä kaava voidaan yksinkertaistaa muotoon:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

Osinkojen ennusteet seuraavalle kolmelle vuodelle:

2012 375 €/osake, 2013 385 €/osake ja 2014 394 €/osake. Vuoden 2014 jälkeen osinkojen arvioitu kasvu on 5 %.

Osakkeita yritys X:llä on 400 ja se on viimeksi päättyneellä tilikaudella jakanut osinkoa 375 €/osake. Tuottovaatimus on 12 %. Vuoden 2014 jälkeisten osinkojen arvo (Osinkomallin päätearvo) vuonna 2014 on

$$P_3 = \frac{D_3(1+g)}{r-g} = \frac{394 \times (1+0,05)}{0,12-0,05} = 5910$$

Diskonttaamalla vuosien 2012–2014 osingot sekä päätearvo vuonna 2014 nykyhetkeen oman pääoman tuottovaatimuksella (12 %) saadaan osakkeen arvoksi 5 129 €/k. Eli koko osakekannan arvoksi tulee 2 051 522 €.

10.3 Synergiaedut ja tulevaisuuden ennakointi.

Kyseisessä tapauksessa syntyy paljon synergioita. Ostavan yrityksen liikevaihto lähes kaksinkertaistuisi, alueellinen kilpailu vähentyisi, omaisuuserät saataisiin tehokkaampaan käyttöön sekä uusia liiketoimintamahdollisuuksia avautuisi. Tiedot perustuvat toimitusjohtajan haastatteluihin sekä tutkijan omiin näkemyksiin. Kulusynergiaa syntyy siitä, että neuvottelumahdollisuudet materiaalin toimittajien kanssa paranisivat huomattavasti. Yrityksestä tulisi jo sen verran iso tekijä raaka-aine- sekä työkalumarkkinoilla, että myyjät laskisivat hintoja asiakkaan menettämisen pelossa. Rahoituksellista synergiaa syntyisi esimerkiksi velkojen optimoinnilla. Toimitiloja ei pystyttäisi karsimaan. Ylimääräisiä koneita voitaisiin kuitenkin myydä pois. Ehkä merkittävin synergiaetu tulisi kuitenkin uusista liiketoimintamahdollisuuksista sekä kapasiteetin lisäyksestä. Ostava yritys pääsisi helposti mukaan ulkomaan vientikauppaan.

Synergioiden rahallinen arvo on erittäin vaikeasti mitattavissa. Yrityskauppakirjassa 2011 todetaan, että synergioihin liittyy muita suurempi epävarmuus ja riski. Synergiat eivät välttämättä toteudu niin kuin on ajateltu.

Vaikka synergiat ovat merkittävät, tutkija ei voi suositella, että yrityksestä maksettaisiin enempää kuin sen tuottoarvolaskelmat osoittavat, koska tulevaisuuden ennakointi on mahdotonta. Lisäksi ala on erittäin syklinen mikä entisestään vaikeuttaa ennustamista. Lisäksi tähän vaikuttavat ulkopuoliset tekijät. Euroopan ja koko maailmantalouden vaikea tilanne ja Suomen kestämaton velkataakka voi ajaa tämäntyyppiset yritykset ennen näkemättömiin vaikeuksiin.

11 JOHTOPÄÄTÖKSET

Lopullista kauppahintaa mietittäessä, täytyy muistaa, että mitään yksiselitteistä hintaa ei ole olemassakaan. Sitä ei saa laskemalla ja aina täytyy muistaa, että arvoon vaikuttaa myös ympäröivä talous ja yhteiskunnan kehitys. Leppiniemi toteaa kirjassaan Tilinpäätöksen tulkinta 2006, että laskelmien avulla voidaan osoittaa sellaisia hintoja, jotka eivät ole hyväksyttäviä, vaan johtavat ostajan kannalta ylihintaan tai myyjän kannalta alihintaan.

Yrityksen substanssiarvo on 2,3 milj. €. Tuottoarvo jää pienemmäksi kuin substanssiarvo. Substanssista tulee vähentää siihen piilevä verovelka 24,5 % . Substanssiarvoksi jää silloin 1 736 500 €.

Tärkein johtopäätös tilinpäätöksen analysoinnista on se, että yritys X:n kiinteistön ja maa-alueen arvo tekee yrityksen arvon määrittämisen hankalaksi. Hankalaa on ainakin sellaisen arvon määrittäminen, joka johtaisi kauppaan. Laskelmat antavat arvoksi 1,5–2,0 milj. €, mutta pelkästään kiinteistön ja maa-alueen arvo on 1,5 milj. €. Tämä tarkoittaa sitä, että yritys X:n ei kannata myydä yritystään ainakaan alle substanssiarvon, koska se saa kiinteistön ja kaluston erikseen myymällä 2,0–2,3 milj.

€. Ostajan ei kuitenkaan kannata maksaa juuri yli substanssiarvon, koska tuottoa ei tule tarpeeksi.

Synergiaedut huomioon ottaen tuloksenteekokyvyn pitäisi parantua ja tuottoarvon kasvaa. Toisaalta taloudellinen epävarmuus on tällä hetkellä erittäin suuri. Mikäli talous ajautuu vuoden 2008 lopulla alkaneeseen luottolamaan, niin mitkään synergiaedut eivät auta pitämään tuottoarvoa edes näin korkealla. Laskelmat ja synergiaedut huomioiden tutkija suosittelee toimeksiantajalle 2,0–2,5 milj. €:n neuvotteluväliä.

Jatkotoimenpiteet

Tutkijan mielestä tarvitaan uusia tutkimuksia yrityksen arvon määrittämisestä, ei niinkään tapaustutkimuksena vaan yleisellä tasolla ja etenkin Pk-yritysten näkökulmasta. Kallunki ja Niemelä 2007 toteavat kirjassaan Yrityksen uusi arvonmäärittäminen, että aiheesta kirjoitettuja suomenkielisiä kirjoja on erittäin vähän. Aihe tulee olemaan tulevana vuosina kansantaloudellisesti entistä tärkeämpi, sillä erittäin suuri määrä yrityksiä on tilanteessa, jossa jatkajaa ei ole. Suomi tarvitsee laajan ja monipuolisen Pk-yrityssektorin, mikäli tuotannollisia töitä ja sitä kautta mitään töitä halutaan Suomessa pitää.

LÄHTEET

- Alhola, K. & Lauslahti, S. 2005. Taloutta johtamista varten. Helsinki: Edita.
- Asiakastiedon www-sivut. Viitattu 25.3.2012. <http://www.asiakastieto.fi>
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2005. Tutki ja kirjoita. 11. uud. P. Helsinki: Tammi.
- Ilari, S. 2006. Mitä tilinpäätös kertoo. 4. uud. p. Helsinki: Edita.
- Kallunki, J. P. n.d. Tilinpäätösinformaation käyttö yrityksen arvonmäärittämisessä. Viitattu 1.4.2012. <http://www.lta.hse.fi>
- Kallunki, J. P. & Kytönen, E. 2007. Uusi tilinpäätösanalyysi. 6. uud. p. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J. P. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. 4. uud. p. Helsinki: Talentum.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlahti, I., Niemelä, J., Svernas, K. & Wilkman, N. 2011. Yrityskauppa. Helsinki: WSOY.
- Laitinen, E. K. 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Kauppakaari.
- Leppiniemi, J. & Leppiniemi, R. 2006. Tilinpäätöksen tulkinta. 4. uud. p. Helsinki: WSOYpro.
- Martikainen, T. & Martikainen, M. 2006. Rahoituksen perusteet. 6. uud. p. Helsinki: WSOY.
- Suomen pankin www-sivut. Viitattu 01.05.2012. <http://www.suomenpankki.fi>
- Suomen yrittäjien www-sivut. Viitattu 15.3.2012. <http://www.suomenyrittajat.fi>,
- Työ- ja elinkeinoministeriön www-sivut. Viitattu 05.05.2012. <http://www.tem.fi>

Yritys X:n oikaistu tuloslaskelma LIITE1

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	LIITE 1 2008	2007
LIKEVAIHTO						3 124 556	2 844 270	2 099 000	3 617 300	3 526 000
liiketoiminnan muut tuotot										
LIKETOIMINNAN TUOTOT										
YHTEENSÄ						3 124 556	2 844 270	2 099 000	3 617 300	3 526 000
Aine- ja tarvikekäyttö						1 557 961	1 452 893	941 300	1 806 300	1 707 800
Varastojen muutos						-41 875	97 711	-41 500	-29 500	1 500
Ulkopuoliset palvelut						163 983	152 496	119 600	288 100	247 200
Henkilöstökulut						715 102	599 781	599 300	747 500	706 700
liiketoiminnan muut kulut						277 987	234 121	337 200	276 200	286 700
valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden lisäys (+)/vähennys (-)	+					54 745	17 417	-17 200	91 900	37 900
KÄYTTÖKATE						422 393	520 107	42 900	561 600	617 000
Suunnitelman mukaiset poistot						147 497	151 693	155 700	167 700	193 700
LIHKETULOS						274 896	368 414	-112 800	393 900	423 300
Tuotot muista pysyvien vastaavien sijoituksista	+					3 780	2 477			
Muut korko- ja rahoitustuotot	+					794	28 181	12 500		
Korkokulut	-					23 442	21 835		96 500	37 400
Muut rahoituskulut										
Kurs sierot										
sijoitusten ja arvopapereiden arvon alentumiset	-					32 634				
Välittömät verot	-									
NETTOTULOS	245 917	227 701	210 834	195 217	180 756	155 697	303 138	-100 000	202 900	275 100
Satunnaiset tuotot						2 548	19 885	48 200	2 500	39 700
satunnaiset kulut										
KOKONAISTULOS						158 245	323 023	-51 800	205 400	314 800
Diskontatut tulokset 10%:n tuotolla.	152 695	155 523	158 403	161 336	164 324					
2016-2012 tulos yhteensä			792 281				2011-2007 tuotot yhteensä		836 835	
Keskiarvo			158 456				Keskiarvo		167 367	
Tuottoarvo			1 584 561,4							

	2011	2010	2009	2008	2007
LIIVEVAIHTO	3 124 555,76	2 844 270,00	2 099 000,00	3 617 300,00	3 526 000,00
Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen lisäys (+) tai vähennys (-)	54 745,00	17 417,00	-17 200,00	91 900,00	37 900,00
Liiketoiminnan muut tuotot	2 548,26	19 885,00	48 200,00	2 500,00	39 700,00
Ostot tilikauden aikana	1 557 961,14	1 452 893,00	941 300,00	1 806 300,00	1 707 800,00
Varastojen muutos	-41 875,00	97 711,00	-41 500,00	-29 500,00	1 500,00
Ulkopuoliset palvelut	163 983,06	152 496,00	119 600,00	288 100,00	247 200,00
Henkilöstökulut+sivukulut	715 102,40	599 781,00	599 300,00	747 500,00	706 700,00
Muut kulut	277 986,60	234 121,00	337 200,00	276 200,00	286 700,00
KÄYTTÖKATE	424 940,83	539 991,00	91 100,00	564 100,00	656 700,00
Suunnitelman mukaiset poistot	147 496,80	151 693,00	155 700,00	167 700,00	193 700,00
poistot rakennuksista ja rakennelmista	37 465,24	40 285,00			
Koneista ja kalustosta	97 298,43	103 391,00			
Ajoneuvoista	12 733,13	8 016,00			
LIIKETOIMINNAN TULOS	277 444,03	388 298,00	-64 600,00	396 400,00	463 000,00
Rahoitustuotot ja kulut	51 502,21	8 822,00	12 500,00	96 500,00	37 400,00
tuloverot	67 696,92	74 099,00	300,00	94 500,00	110 800,00
Tilikauden tulos	158 244,90	323 021,00	-51 800,00	205 400,00	314 800,00
2011-2007 Liiketulos yhteensä	1 460 542,03	1 056 031,83	kolmen vuoden käyttökate 2011-2009		

LIITE 3	2011	2010	2009	2008	2007
LIIVEVAIHTO	3 124 555,76	2 844 270,00	2 099 000,00	3 617 300,00	3 526 000,00
Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen lisäys (+) tai vähennys (-)	54 745,00	17 417,00	-17 200,00	91 900,00	37 900,00
Liiketoiminnan muut tuotot	2 548,26	19 885,00	48 200,00	2 500,00	39 700,00
Ostot tilikauden aikana	1 557 961,14	1 452 893,00	941 300,00	1 806 300,00	1 707 800,00
Varastojen muutos	-41 875,00	97 711,00	-41 500,00	-29 500,00	1 500,00
Ulkopuoliset palvelut	163 983,06	152 496,00	119 600,00	288 100,00	247 200,00
Henkilöstökulut+sivukulut	715 102,40	599 781,00	599 300,00	747 500,00	706 700,00
Muut kulut	277 986,60	234 121,00	337 200,00	276 200,00	286 700,00
KÄYTTÖKATE	424 940,83	539 991,00	91 100,00	564 100,00	656 700,00
Suunnitelman mukaiset poistot	147 496,80	151 693,00	155 700,00	167 700,00	193 700,00
poistot rakennuksista ja rakennelmista	37 465,24	40 285,00			
Koneista ja kalustosta	97 298,43	103 391,00			
Ajoneuvoista	12 733,13	8 016,00			
LIIKETOIMINNAN TULOS	277 444,03	388 298,00	-64 600,00	396 400,00	463 000,00
Rahoitustuotot ja kulut	51 502,21	8 822,00 tuottoa	12 500,00 tuottoa	96 500,00	37 400,00
tuloverot	67 696,92	74 099,00	300,00 tuottoa	94 500,00	110 800,00

Tilikauden tulos	158 244,90	323 021,00	-51 800,00	205 400,00	314 800,00
2011-2007 Liiketulos yhteensä	1 460 542,03	1 056 031,83	kolmen vuoden käyttökate	2011-2009	

LIITE 4

Yritys X:n substanssiarvo	LIITE 4	
	Todellinen arvo	Tase
Koneiden ja kaluston todellinen arvo	518 000,00	403 381,48
Maa-alueet	250 000,00	209 473,74
Rakennukset	1 200 000,00	521 131,83
Vaihto-omaisuus	722 230,00	722 230,00
Saamiset	397 702,00	397 702,00
Arvopaperit	160 335,00	140 939,00
Rahat	63 080,00	63 080,00
Vieras pääoma	755 881,53	755 881,50
Substanssi	2 555 465,47	1 702 056,55
-verovelka yhteisö vero 24,5%	1 929 376,43	

Oikaistun tuloslaskelman mukaan vuosi 2011			
Liikevaihto	3124555,76	korolliset velat	447019,67
Käyttökate	422392,56	rahavarat	63080,58
Liikevoitto	274895,76	korolliset velat-rahavarat	383939,09
Tilikauden voitto	158244,89		
Voitto ennen veroja	225941,81	Vieras pääoma yhteensä keskiarvo 2011 alkusaldo+loppusaldo	870144,86
Oikaistu oma pääoma	2 473 999,64		
Taseen loppusumma	3 344 144,49	Lyhytaikainen vieras pääoma	483984,86
Rahoituskulut	23441,72	Vaihtuvat vastaavat	1376144,5
Sijoitetut rahat vuoden 2011 alkusaldon ja loppusaldon keskiarvo	513 717,84	Vaihto-omaisuus	709360
Sijoitettu pääoma	2 987 717,48	Nettokäyttöpääoma (vaihtuvat vastaavat-lyhytaikainen vieras pääoma)	892159,64

LIITE 5

Oman pääoman tuotto

%

Oman pääoman tuotto% = $100 \times \text{voitto/oma pääoma}$ 6,4

Sijoitetun pääoman tuotto%

Sijoitetun pääoman tuotto% = $100 \times (\text{voitto ennen veroja} + \text{rahoituskulut}) / \text{sijoitettu pääoma}$ 8,3

Sijoitetulla pääomalla tarkoitetaan omaa pääomaa + korollinen vieraspääoma (2987717,48)

Käyttökate%

13,52

likevoittoprosentti

8,80

Tilikauden voitto%

5,06

OmavaraisuusasteOmavaraisuusaste $100 \times \text{Oma pääoma} / \text{taseen koko pääoma}$

74,0

GearingGearing $100 \times (\text{korolliset velat-rahavarat}) / \text{oma pääoma}$

15,5

VelkaantumisasteVelkaantumisaste $100 \times \text{viera pääoma} / \text{taseen koko pääoma}$

26,0

Suhteellinen velkaantuneisuusaste

Suhteellinen velkaantuneisuusasteeseen velat -ennakkomaksut/liikevaihto*100

27,8

Quick ratioQuick ratio = $\text{Vaihtuvat vastaavat-vaihto-omaisuus} / \text{lyhytaikainen vieras pääoma}$

1,4

Current ratioCurrent ratio = $(\text{vaihtuvat vastaavat} / \text{lyhytaikainen vp})$

2,8

nettokäyttöpääoma%nettokäyttöpääoma% $\text{nettokäyttöpääoma} / \text{liikevaihto} \times 100,$

28,6

LIITE 5

LIITE 6

Suhteellinen arvonmääritys

Seuraavassa on laskettu yritys X:n EV-arvo eli enterprice value, sekä EV/EBIT-luku ja EV/EBITDA-luku

Liikevoitto oikaistu tuloslaskelma vuosi 2011	274895,76
Käyttökate oikaistu tuloslaskelma vuosi 2011	422392,56

EV Eli enterprice value= yhtä kuin liiketoiminnan arvo

Oman pääoman arvo+nettovelat

Nettovelat lasketaan seuraavasti	Alkusaldo 2011	Loppusaldo 2011
Pitkäaikainen korollinen vieras pääoma	445 416,00	326 904,00
lyhytaikainen korollinen vieras pääoma	106 603,67	88 512,00
muut vieraaseen pääomaan rinnastettavat velat ja vastuut	432 388,51	340 465,53
- rahat ja pankkisaamiset	133 980,05	63 080,58
= nettovelat	850 428,13	692 800,95
Keskiarvo alkusaldosta ja loppusaldosta	771 614,54	

Oman pääoman arvo **2 473 999,64**

EV= 3 245 614,18

EV/EBIT= 11,81

Liiketoiminnan arvo/ Liikevoitto

EV/EBITDA= 7,68

Liiketoiminnan arvo/Käyttökate

LIITE 7

Vapaa kassavirta	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
LIIKEVOITTO kasvuvauhti 8%	277 444,03	299 639,55	323 610,72	349 499,57	377 459,54			
+ Poistot ja arvonalentumiset arviot	147 496,80	151 693,00	120 000,00	130 000,00	150 000,00			
+Rahoitustuotto	4 573,07	8 573,07	10 000,00	8 200,00	5 000,00			
-Rahoituskulut (investointien kassastamaksut)	56 075,28	50 000,00	45 000,00	40 000,00	50 000,00			
-tuloverot ja muut välittömät verot	67 696,92	65 000,00	68 000,00	72 000,00	78 000,00			
= Vapaa oman pääoman kassavirta	305 741,70	344 905,62	408 610,72	375 699,57	404 459,54	416593,3	429091,1	441963,9
Diskonttaus 10%:n tuotolla	277 947,00	285 045,97	306 995,28	256607,864	251137,55	235156,1	220191,6	206179,4
	1 377							
Vuosien 2011-2015 vapaat kassavirrat	733,66							
Vuosien 2016-2018 vapaat kassavirrat	661 527,07							
	2 039							
YHTEENSÄ	260,73							