



Listaamattoman osakeyhtiön arvonmäärittäminen kassavirtamenetelmällä

Heidi Voutilainen

Opinnäytetyö, AMK

Syyskuu 2021

Liiketalouden ala

Tradenomi (AMK), Liiketalouden tutkinto-ohjelma

Voutilainen, Heidi

Listamattoman osakeyhtiön arvonmääritys kassavirtamenetelmällä

Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu. Syyskuu 2021, 78 sivua.

Liiketalouden ala. Liiketalouden tutkinto-ohjelma. Opinnäytetyö AMK.

Julkaisun kieli: suomi

Verkkojulkaisulupa myönnetty: kyllä

Tiivistelmä

Opinnäytetyön tavoitteena oli perehtyä arvonmäärityksen teoriaan ja määrittää elintarvikealalla toimivan kohdeyrityksen arvo teorian pohjalta valittua menetelmää hyödyntäen. Lähtökohtaoletuksena oli, että arvonmääritystä tehdään mahdollista yrityskauppaa varten. Lisäksi tavoitteena oli arvioida kriittisesti arvonmäärityksen lopputulosta ja pohtia, voisiko yrityskauppa käytännössä toteutua kyseisellä kauppahinnalla.

Arvonmääritysprosessin vaiheita olivat strateginen analyysi, tilinpäätösanalyysi, tulevan kehityksen ennakointi ja yrityksen arvon määrittäminen. Strategisessa analyysissä tarkasteltiin yrityksen menestymiseen mahdollisesti vaikuttavia ulkoisia ja sisäisiä tekijöitä. Tilinpäätösanalyysissä kohdeyrityksen taloudellista tilaa tarkasteltiin kannattavuutta, vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta kuvaavien tunnuslukujen avulla. Lisäksi tarkasteltiin toteutunutta kasvua ja kasvun edellytyksiä tulevaisuudessa. Arvonmääritysmenetelmäksi valittiin diskontattujen kassavirtojen malli. Menetelmällä määritettiin ensin kohdeyrityksen liiketoiminnan arvo diskonttaamalla tulevat kassavirrat pääoman keskimääräisellä kustannuksella. Oman pääoman arvo määritettiin liiketoiminnan arvon pohjalta.

Tutkimus toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Tutkimuksen sekundääriaineistoon kuului Finnveran tilinpäätöstilastot ja kohdeyrityksen tilinpäätöstiedot vuosilta 2015–2020. Näitä hyödynnettiin tilinpäätösanalyysin tekemisessä. Primääriaineistoon kuuluvaa toimitusjohtajan teemahaastattelua hyödynnettiin strategisessa analyysissä ja kassavirtaennusteiden laatimisessa.

Kohdeyrityksessä tavoitellaan lähivuosina voimakasta kasvua uuden strategian mukaisella toimintamallilla. Yrityksen kilpailustrategiassa korostuu tuotekehitykseen panostaminen ja korkealaatuiset tuotteet. Kuluttajien muuttuviin mieltymyksiin halutaan vastata perinteisiä toimijoita nopeammin. Tilinpäätösanalyysin perusteella yrityksellä on hyvät edellytykset kasvuun. Liiketoiminnan kannattavuus on hyvällä tasolla ja yritys on vakavarainen. Kassavirtamenetelmän soveltamisen jälkeen menetelmällä saatua arvoa tarkasteltiin herkkyysanalyysien valossa. Yrityksen arvon arvioitiin asettuvan 5 859 000–6 859 000 euron välille. Arvonmäärityksen lopputulosta arvioitiin lopuksi karkeampien arvonmääritysmenetelmien ja tunnuslukujen avulla.

Avainsanat (asiasanat)

Yrityksen arvonmääritys, vapaan kassavirran malli, tilinpäätösanalyysi, yrityskauppa

Muut tiedot (salassa pidettävät liitteet)

Voutilainen Heidi

Valuation of a private company using the free cash flow model

Jyväskylä: JAMK University of Applied Sciences, September 2021, 78 pages.

Business Administration. Degree Programme in Business Administration. Bachelor's thesis.

Permission for web publication: Yes

Language of publication: Finnish

Abstract

The objective of the thesis was to estimate the value of a privately held food processing company. The valuation method was chosen based on theory as well as on the assumption that the owners will seek to sell their shares or the business operations within five years. Also, the objective was to conduct a critical review of the outcome of the valuation and to consider whether the acquisition could be carried out with the valued price.

The thesis was conducted as a qualitative research. Primary data includes an interview with the company's CEO. Secondary data consists of company's financial statements from the period 2015–2020 as well as Finnvera's financial statement statistics.

The first two phases of the valuation process were strategic analysis and financial statement analysis. In the strategic analysis, various inner and outer factors affecting the company's success were examined. In the financial statement analysis, the past performance of the company was examined through financial ratios of profitability, solvency, and liquidity. Also, the historical growth rates and the prospects of future growth were considered. In the third phase, future performance was forecasted based on the analyses as well as on the interview conducted with the company's CEO. The valuation was then conducted with the discounted cash flow model.

With a recently revised business strategy, the company aims at obtaining high growth rates in the following years. High quality products and product development are at the core of the new business strategy. The goal is to be more attentive and quicker to respond to changing food trends and customer needs than the competing companies. According to the financial statement analysis, the current levels of profitability and solvency are good. Thus, the company has the prerequisites for sustainable growth in the future given that the chosen business strategy proves to be effective. After obtaining a value estimate using the discounted cash flow model, the uncertainty of the result was examined with sensitivity analysis. Based on the valuation and the sensitivity analysis, the enterprise value was estimated to be between 5 859 000–6 859 000 euros.

Keywords/tags (subjects)

Valuation, discounted cash flow model, financial statement analysis

Miscellaneous (Confidential information)

Sisältö

1	Johdanto	4
1.1	Yrityksen arvo.....	4
1.2	Omistajanvaihdokset Suomessa	5
1.3	Opinnäytetyön tavoite ja kohdeyritys.....	7
2	Tutkimusasetelma	8
2.1	Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset	8
2.2	Tutkimuksen tarkoitus.....	9
2.3	Tutkimuksen lähestymistapa	10
2.4	Aineistonkeruu ja -analyysi	11
2.5	Eettisyys ja luotettavuus	12
2.5.1	Eettisyys	12
2.5.2	Luotettavuus.....	14
3	Teoreettinen viitekehys	15
3.1	Yrityksen arvon johtaminen	15
3.2	Arvonmääritysprosessi.....	16
3.3	Arvonmäärityksen lähestymistavat ja menetelmät	17
3.4	Diskontattujen kassavirtojen menetelmät ja niiden soveltaminen	19
3.4.1	Osinkoperusteinen malli.....	19
3.4.2	Kassavirtaperusteiset mallit.....	21
3.4.3	Yksityiskohtaisen ennustejakson pituus	23
3.4.4	Kassavirtojen ennustaminen	24
3.4.5	Pääoman tuottovaatimus	26
3.4.6	Jäännösarvon laskeminen.....	31
3.4.7	Herkkyysanalyysi.....	32
3.5	Tilinpäätösanalyysi	33
3.5.1	Tilinpäätösanalyysi osana arvonmääritystä.....	33
3.5.2	Tilinpäätöksen standardointi	34
3.5.3	Kannattavuus	37
3.5.4	Rahoituksellinen asema	39
3.5.5	Maksuvalmius	41
3.5.6	Kasvu.....	42
3.6	Strateginen analyysi	43
3.6.1	Toimintaympäristön analyysi.....	44
3.6.2	Sisäinen analyysi	45

4 Kohdeyrityksen arvonmääritys.....	45
4.1 Strateginen analyysi	45
4.1.1 Katsaus elintarvikealaan	45
4.1.2 Kohdeyrityksen strategia	47
4.2 Tilinpäätösanalyysi	48
4.2.1 Kannattavuus	48
4.2.2 Vakavaraisuus ja maksuvalmius	50
4.2.3 Kasvu.....	51
4.3 Arvonmääritys kassavirtamenetelmällä.....	53
4.3.1 Liiketoiminnan vapaat kassavirrat	53
4.3.2 Diskonttaus korko	55
4.3.3 Arvonmääritys vapaan kassavirran menetelmällä	57
4.3.4 Herkkyysanalyysi.....	58
4.4 Kassavirtamenetelmällä saadun tuloksen tarkastelu	60
5 Johtopäätökset ja pohdinta	62
5.1 Tutkimuksen kulku	62
5.2 Tulosten tarkastelu.....	65
5.3 Arvonmäärityksen haasteet	66
5.4 Tutkimuksen luotettavuuden arviointi	68
Lähteet	69
Liitteet	72
Liite 1. Haastattelurunko.....	72
Liite 2. Tuloslaskelman oikaisut.....	73
Liite 3. Taseen vastaavien oikaisut.....	74
Liite 4. Taseen vastattavien oikaisut	75
 Taulukot	
Taulukko 1. Vapaan kassavirran laskelma.	25
Taulukko 2. Kannattavuuden tunnusluvut.....	48
Taulukko 3. Rahoituksen tunnusluvut.	50
Taulukko 4. Toiminnan laajuus ja kasvu.	51
Taulukko 5. Historiallisen jakson vapaat kassavirrat.	54
Taulukko 6. Ennustejakson vapaat kassavirrat.	55
Taulukko 7. Kohdeyrityksen arvonmääritys kassavirtamenetelmällä.	58
Taulukko 8. Herkkyysanalyysi vakiokasvuprosentin ja diskonttauskoron suhteen.....	59

Taulukko 9. Herkkyyshanalyysi käyttökateprosentin suhteen.	59
---	----

1 Johdanto

Yrityksen arvonmääritys tulee usein ajankohtaiseksi viimeistään siinä vaiheessa, kun yrittäjä on jäämässä eläkkeelle ja yritystä myydään ulkopuoliselle jatkajalle tai siirretään seuraavalle sukupolvelle. Yrityksen arvon selvittäminen on tarpeen myös muiden yritysjärjestelyjen yhteydessä ja sijoituspäätösten tukena. Yrityksen johdolle arvonmääritys tarjoaa hyödyllistä tietoa silloinkin, kun yrityksen on määrä jatkaa toimintaansa normaalisti ilman yritysjärjestelyjä. Tieto yrityksen arvosta ja siihen vaikuttavista tekijöistä auttaa tekemään parempia päätöksiä pitkällä tähtäimellä ja mahdollistaa yrityksen omistaja-arvon kehittämisen. Yrityksen myyntikunnossa pitäminen on etu yrityksen jatkuvuutta ajatellen ja tekee prosessin sujuvammaksi, mikäli päätöksiä joudutaan jostain syystä tekemään nopealla aikataululla.

1.1 Yrityksen arvo

Yrityksen arvo voidaan eri tilanteissa määritellä eri tavoin. Yrityksen koko pääoman arvosta eli liiketoiminnan arvosta käytetään usein lyhennettä EV (enterprise value). Oman pääoman arvo saadaan, kun liiketoiminnan arvosta vähennetään vieraan pääoman osuus eli nettovelat. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 149–150.) Pörssiyrityksien kohdalla yrityksen arvolla tarkoitetaan usein markkina-arvoa eli sitä todennäköistä kauppahintaa, jolla omistusosuus vaihtaa omistajaa markkinoilla. Yrityksen koko osakekannan eli oman pääoman arvo saadaan, kun osakkeen arvo kerrotaan yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärällä. Teoriassa yrityksen markkina-arvo vastaa sen tuottoarvoa eli tulevien kassavirtojen diskontattua nykyarvoa. Taustalla on oletus, että hinta muodostuu kysynnän ja tarjonnan perusteella avoimilla, toimivilla ja tehokkailla markkinoilla, ja osakkeen hintaan sisältyy kaikki yrityksen arvoon vaikuttava tieto. Käytännössä markkina-arvo harvoin vastaa tuottoarvoa. Tämä johtuu muun muassa siitä, että markkinaosapuolet eivät aina toimi rationaalisesti eikä yrityksen arvoon vaikuttava tieto aina siirry välittömästi osakkeesta maksettaviin hintoihin. Osakekurssit voivat siis ainakin lyhyellä aikavälillä poiketa huomattavastikin yrityksen tuottoarvosta. (Seppänen 2017, 93–95.)

Listamattomien yritysten osakkeille ei ole toimivia jälkimarkkinoita, joten niiden kohdalla markkina-arvon määrittäminen on mutkikkaampaa. Arvoa voidaan lähteä hakemaan verrokkiyrityksistä ja toteutuneista yrityskaupoista. Vertailukelpoisten yritysten löytäminen ei kuitenkaan aina ole help-

poa, sillä jokaisen yrityksen lähtökohdat ovat yksilölliset. Lisäksi tietoa yrityskaupoista voi olla heikosti saatavilla. Listaamattomien yritysten kohdalla arvonmäärityksen perustana onkin useimmiten yrityksen tuottoarvo. Markkinaperusteisilla menetelmillä voidaan hakea vahvistusta tuottope-
rusteisilla menetelmillä saatuun arvioon. Näiden lisäksi yrityskaupan yhteydessä selvitetään yleensä yrityksen substanssiarvo eli yrityksen käypiin arvoihin arvostettujen varojen ja velkojen erotus. Substanssiarvo kertoo yrityksen realisointiarvon eli sen, paljonko yrityksestä saataisiin, jos kaikki omaisuus myytäisiin ja velat maksettaisiin pois. Tätä arvoa alemmalla hinnalla yrityksen myyjän ei yleensä kannatta yritystään myydä. Substanssiarvo toimii hintaneuvottelujen lähtökoh-
tana yleensä vain silloin, kun yrityksellä ei ole lainkaan kassavirtaa tai sitä on niin vähän, että yri-
tyksen substanssiarvo ylittää sen tuottoarvon. Substanssiarvo voi ylittää tuottoarvon myös silloin, kun suurin osa yrityksen nettovaroista kohdistuu liiketoiminnan sijaan sijoitustoimintaan. (Liima-
tainen & Lähteenmaa 2020, 301–304.)

Yrityksen ostajien lähtökohdat vaihtelevat siinä missä myytävien yritystenkin. Ostajalla voi olla aja-
tuksia ja halua kehittää yritystä, jolloin hän voi nähdä siinä enemmän potentiaalia kuin yrityksen
myyjä. Silloin ostaja voi myös olla valmis maksamaan yrityksestä myyjän odotuksia enemmän. Toi-
saalta voi käydä niin, että ostajaehdokkaista on vaikea löytää, ja myyjä joutuu tyytymään odotettua
alempaan hintaan, mikäli aikoo saada yrityksensä kaupaksi. Käytännössä yrityksestä maksettavaa
hintaa rajoittaa usein ostajan maksukyky. Ostaja saa lainaa yrityksen ostoon tietyllä maksuajalla, ja
yrityksen tuoton tulee olla kauppahintaan nähden riittävä, jotta velka voidaan maksaa sille aset-
etun maksuajan puitteissa. Arvonmääritysmenetelmillä saatava hintahaarukka on siis käytännössä
karkea arvio siitä, mille välille yrityksen lopullinen kauppahinta mahdollisesti asettuu. Se tarjoaa
lähtökohdat osapuolten välisille neuvotteluille. Neuvottelujen onnistumisen kannalta on tärkeää,
että molemmilla osapuolilla on yhtenevä käsitys arvon määräytymisen perusteista. Arvonmääritys-
prosessin tulee siis olla läpinäkyvä ja hinta-arvion hyvin perusteltu. (Rantanen 2012, 12–25.)

1.2 Omistajanvaihdokset Suomessa

Suomessa oli vuonna 2019 noin 292 000 yritystä (pl. maa-, metsä- ja kalatalous). Näistä yrityksistä
271 672 eli 93 % oli alle kymmenen henkilön mikroyrityksiä. Alle 50 henkilön pienyrityksiä oli
288 215 eli lähes 99 % yrityksistä. (Suomen virallinen tilasto: Yritysten rakenne- ja tilinpäätösti-
lasto.) Yrittäjien ikääntymisen vuoksi lukuisten yritysten liiketoiminnan jatkuvuus riippuu tulevai-

suudessa siitä, löytyykö yritykselle ulkopuolinen ostaja tai jatkaja perhepiiristä. Vuonna 2018 toteutetussa Valtakunnallisessa omistajanvaihdosbarometrissa arvioitiin, että lähes 50 000 yrityksellä on edessään yrittäjän ikääntymisestä johtuva omistajanvaihdos seuraavan kymmenen vuoden aikana. Barometrin kyselyyn vastanneista yli 55-vuotiaista, yrityksestä luopumista suunnittelevista yrittäjistä lähes puolet (46 %) arvioi myyvänsä yrityksen ulkopuoliselle ja noin neljännes (24 %) arvioi yrityksen siirtyvän perhepiiristä löytyvälle jatkajalle. Vastaajista vajaa neljännes (22 %) arvioi, että yrityksen toiminta lakkaa luopumisen yhteydessä kokonaan. (Varamäki, Jonsuu-Salo, Viljamaa, Tall & Katajavirta 2018, 26–27.)

Omistajanvaihdosbarometrissa kartoitettiin myös yrittäjien näkemyksiä omistajanvaihdokseen liittyvistä haasteista ja ongelmista. Merkittävimpana ongelmana yli 55-vuotiaiden yrittäjien keskuudessa pidettiin jatkajan tai ostajan löytymistä. Yrityksen arvonmääritys nähtiin toiseksi merkittävimpana ja omistajanvaihdoksen rahoitus kolmanneksi merkittävimpana ongelmana. (Varamäki ym. 2018, 34–35.) Niistä yli 55-vuotiaista yrittäjistä, jotka olivat aiemmin olleet yrityskaupassa ostajana tai myyjänä, suuri osa piti yrityskauppaa onnistuneena. Myyjät olivat toteutuneisiin yrityskauppoihin ostajia tyytyväisempiä. Ongelmat arvioitiin pienemmiksi kuin omistajanvaihdosta suunnittelevien keskuudessa. Myyjät kokivat suurimmaksi ongelmaksi arvonmäärityksen ja yrityksen hinnan. Ostajien näkökulmasta yrityksen myyjän liian suuri hintapyyntö nähtiin suurimpana ongelmana ja arvonmääritys toiseksi suurimpana. (Varamäki ym. 2018, 40–48.) Omistajavaihdoksen lähestyminen merkitseekin usein yrittäjälle tarvetta kääntyä asiantuntijan puoleen. Yli 55-vuotiaista yrittäjistä yli puolet (60 %) arvioi, että heidän tarpeensa ulkopuoliselle asiantuntija-avulle on vastauskellä tai lähitulevaisuudessa merkittävä tai erittäin merkittävä (Varamäki ym. 2018, 40).

Tarve omistajanvaihdokselle voi syntyä myös yrityksen kasvun myötä. Omistajayrittäjä voi kasvat-
taa yritystään usein vain tiettyyn pisteeseen saakka. Tämän jälkeen kasvun ylläpitäminen vaatii osaamista ja resursseja, joita yrittäjällä itsellään ei välttämättä ole. Mikäli yrityksen halutaan kuitenkin jatkavan kasvuaan, voidaan se myydä omistajalle, jolta tarvittavat resurssit yrityksen kehittämiseen ja kasvun aikaansaamiseen löytyy. Tässä vaiheessa, kun omistajayrittäjän ei ole mahdollista enää omin voimin kasvattaa yrityksensä omistaja-arvoa, on yrityksen myyminen yleensä myös kannattavinta. Mikäli yrittäjä kuitenkin haluaa pitää ainakin osan yrityksestä omistuksessaan, on mahdollista jatkaa yrityksen kehittämistä esimerkiksi pääomasijoittajan tarjoamien resurssien ja

osaamisen tukemana. (Liimatainen & Lähteenmaa 2020, 187–190.) Yrityksen myyntikunnossa pitäminen edesauttaa ostajan löytämistä ja yrityksen myyntiä. Tästä syystä erityisesti yrittäjän ikääntymisestä johtuva omistajanvaihdos tulisi toteuttaa hyvissä ajoin ennen kuin yrittäjän kiinnostus yrityksensä kehittämiseen hiipuu. Omistajanvaihdosbarometri osoittaa, että kasvuhakuisissa yrityksissä on muita useammin suunnitelma yrityksen myynnin tai sukupolvenvaihdoksen varalle. (Varamäki ym. 2018, 96–97.)

1.3 Opinnäytetyön tavoite ja kohdeyritys

Opinnäytetyön tavoitteena on perehtyä arvonmäärityksen teoriaan ja määrittää kohdeyrityksen arvo teorian pohjalta valittua menetelmää käyttäen. Oletuksena on, että kohdeyritys myydään ulkopuoliselle ostajalle. Tavoitteena on lisäksi arvioida, millä edellytyksillä kauppahinta voisi käytännössä vastata arvonmääritysmenetelmällä saatua arviota. Arvonmääritys ei ole eksaktia eikä arvonmäärittäjän subjektiivisista näkemyksistä vapaata, joten arvonmäärittäjien hinta-arviot yleensä poikkeavat toisistaan ainakin jossain määrin. Opinnäytetyössä pyritään tarkastelemaan kriittisesti arvonmäärityksen yhteydessä tehtäviä valintoja, arvioita ja ennusteita sekä pohtimaan, kuinka luotettavana arvonmäärityksen lopputulosta voidaan pitää. Läpinäkyvästä arvonmäärityksestä on hyötyä myös kohdeyrityksen johdolle, jolle yrityskauppa näyttäytyy yhtenä mahdollisena vaihtoehtona lähitulevaisuudessa. Arvonmäärityksen kautta saatava hinta-arvio pätee vain arvonmäärityshetkellä, mutta selkeä arvonmääritysprosessin kuvaus auttaa yrityksen johtoa hahmottamaan arvonmäärityksen kannalta keskeisimpiä seikkoja ja tukee yrityskauppaan valmistautumisessa.

Kohdeyritys toimii elintarvikealalla ja työllistää tällä hetkellä 20 henkilöä, joista osa on vuokratyöntekijöitä. Johdon toiveesta yrityksen nimeä ei mainita opinnäytetyössä. Vuonna 2020 yrityksen liikevaihto oli noin 960 000 euroa. Liikevaihto laski koronapandemian vuoksi noin neljänneksellä edeltävään vuoteen nähden. Kuluvalle tilikaudella yrityksen liiketoiminta on kuitenkin normalisoitunut, ja liikevaihdon odotetaan kasvavan 2,2 miljoonaan euroon. Yritys tavoittelee lähivuosina voimakasta kasvua uuden strategian mukaisella liiketoimintamallilla.

Johdannossa esiin tuotujen näkökulmien valossa voidaan olettaa, että arvonmääritykseen liittyvälle osaamiselle tulee jatkossakin olemaan tarvetta työelämässä. Yrittäjän näkökulmasta tarve ulkopuoliselle asiantuntija-avulle tulee selvimminkin esille juuri yritysjärjestelyjen yhteydessä. Ymmärrys yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä on kuitenkin tarpeen myös yrityksen päivittäisessä

johtamisessa. Yritysjärjestelyjen lisäksi arvonmäärityksen menetelmiä hyödynnetään yleisesti sijoituskohteiden analysoinnissa. Näin ollen arvonmääritys opinnäytetyön aiheena on mielekäs ja täydentää opintojen aikana kertynyttä taloushallinnon osaamista. Aiheesta on tehty useita opinnäytteitä, mutta kuten jo edellä todettiin, harva yritys on suoraan verrattavissa toiseen. Jokaisen yrityksen kohdalla arvonmäärityksen yhteydessä nousee esiin omanlaisiaan mielenkiintoisia kysymyksiä.

2 Tutkimusasetelma

2.1 Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset

Tutkimusongelma tuo esiin sen ilmiön, josta tutkimuskysymykset johdetaan. Tutkimusongelmaa voidaan ajatella mitä-kysymyksenä: mitä sellaista voidaan havaita, josta kaivataan lisää tietoa? Tutkimuskysymyksiä voidaan puolestaan ajatella miten-, miksi- ja milloin-kysymyksinä. Ne esittävät enemmän kuin pelkän ongelman, ja niiden pohjalta voidaan jo lähteä suunnittelemaan tutkimuksen toteutusta ja aineistonkeruuta. Etsimällä vastaus tutkimuskysymyksiin saadaan ratkaisu tutkimusongelmaan. Tutkimuskysymyksiä on yksi tai useampia, ja joskus niiden lisäksi tarvitaan apukysymyksiä. (Kananen 2019, 21–24.)

Opinnäytetyön tutkimusongelmana on listaamattoman osakeyhtiön arvonmääritys yrityskauppatilanteessa.

Tutkimuskysymykset ovat:

- 1) Miten listaamattoman osakeyhtiön arvo määritetään yrityskauppatilanteessa?
- 2) Mille välille kohdeyrityksen arvon voidaan arvioida asettuvan arvonmäärityshetkellä, kun menetelmänä käytetään vapaan kassavirran mallia?

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen haetaan vastauksia arvonmääritystä käsittelevästä teoriakirjallisuudesta. Toiseen tutkimuskysymykseen vastataan soveltamalla kassavirtamenetelmää kohdeyrityksen arvon määrittämiseen.

Yrityskauppa on prosessina monivaiheinen ja vaatii laajaa osaamista ja kokemusta. Taloudellisen analyysin lisäksi yrityskaupan yhteydessä tulee ottaa huomioon oikeudellisia ja verotuksellisia nä-

kokohtia. Tässä opinnäytetyössä ei käsitellä yrityskauppaprosessia kokonaisuudessaan vaan keskittään arvonmääritykseen valittua menetelmää käyttäen. Menetelmän valintaa ohjaavana lähtökohtaoletuksena on, että kohdeyritys myydään ulkopuoliselle. Tuottoarvoon perustuvia menetelmiä pidetään yleisesti arvonmäärityksen perustana erityisesti listaamattomien yritysten kohdalla, joten niiden hyödyntämiseen on vahvat perusteet. Arvonmääritysmenetelmällä saatua tulosta arvioidaan lopuksi karkeampien arvonmääritysmenetelmien ja erityisesti listattujen yhtiöiden arvonmäärityksessä käytettävien tunnuslukujen avulla.

2.2 Tutkimuksen tarkoitus

Tutkimuksen tarkoitus kertoo, miksi tutkimus tehdään ja miten tutkimuksen tuloksia voidaan hyödyntää. Se kertoo myös tutkimuksen kattavuudesta ja siitä, kenen kannalta tuloksia voidaan pitää relevantteina. Tutkimuksen tarkoitus tulee avata riittävän selvästi ja kattavasti, jotta tavoitteiden saavuttamista voidaan arvioida. (Ghauri, Grønhaug & Strange 2020, 50–51.) Hirsjärven, Remeksen ja Sajavaaran (2007, 133–135) mukaan tutkimuksen tarkoitus voi olla kartoittava, selittävä, kuvaileva tai ennustava. Tutkimuksella voi myös olla useampi kuin yksi tarkoitus. Tätä opinnäytetyötä voidaan pitää kuvailevana tutkimuksena. Kuvailevalle tutkimukselle on tyypillistä, että tutkimusongelma koskee ilmiötä, joka on jo ennestään tunnettu ja ymmärretty (Ghauri ym. 2020, 64).

Opinnäytetyö on tutkimuksena soveltava, sillä siinä pyritään löytämään vastauksia toimeksiantajan käytännön toiminnasta nouseviin ajankohtaisiin ongelmiin (Hirsjärvi ym. 2007, 128–129). Soveltavan tutkimuksen tavoitteena on käytännön näkökulmasta hyödynnettävissä olevan tiedon tuottaminen. Soveltavasta tutkimuksesta erotetaan perustutkimus, jonka aiheet nousevat yksinomaan tutkijoiden ja tiedeyhteisön omista intresseistä. Perustutkimus tähtää tutkittavaa ilmiötä koskevan ymmärryksen kasvattamiseen sekä tieteen ja tutkimuksen edistämiseen. Soveltavasta tutkimuksesta poiketen perustutkimus ei arvota tutkimusaiheita ja tuotettavaa tietoa sen perusteella, ratkaisevatko ne käytännöstä nousevia ongelmia. Tärkeämpää on tutkimustulosten yleistettävyys, mikä taas soveltavan tutkimuksen kohdalla voi olla verraten heikkoa. (Saunders, Lewis & Thornhill 2008, 8–9.)

2.3 Tutkimuksen lähestymistapa

Tutkimusotteet jaetaan yleensä määrälliseen ja laadulliseen lähestymistapaan. Tämän perusjaotteen ohella voidaan erottaa omaksi ryhmäkseen moniotteiset tutkimukset, joita ovat case-tutkimus, toimintatutkimus ja kehittämistutkimus. Viimeksi mainittuja ei yleensä pidetä erillisinä tutkimusotteina vaan tutkimusstrategioina, joiden sisällä hyödynnetään sekä laadullisia että määrällisiä menetelmiä. Se, mitä menetelmiä tutkija käyttää, riippuu tutkimusongelman ja tutkimuskysymysten määrittelystä. (Kananen 2015, 63–67.)

Laadullisen tutkimuksen tarkoituksena on syvällisemmän ymmärryksen saavuttaminen tutkittavasta ilmiöstä. Tutkijan päättelyn suunta on käytännöstä teoriaan eli tutkija pyrkii yksittäisistä tapauksista käsin kuvaamaan ilmiötä yleisellä tasolla. Laadullinen tutkimus on perusteltua silloin, kun tutkittavasta ilmiöstä on vain vähän aiempaa tutkimusta. Tutkimuskysymyksetkään eivät silloin voi olla kovin yksityiskohtaisia. Määrällinen tutkimus puolestaan etenee teoriasta käytäntöön, ja sen tarkoituksena on tuottaa yleistettävissä olevaa tietoa tai ennusteita. Määrällisessä tutkimuksessa tutkimuksen kohteena olevan ilmiön tulee olla ennestään tunnettu ja tutkittu, koska aineistonkeruu perustuu aihetta käsitteleviin teorioihin. (Kananen 2013, 23–27.)

Määrällisen tutkimuksen luonteesta johtuen tutkija toimii tutkimuksessa ulkopuolisena tarkkailijana ja pyrkii vaikuttamaan tutkittavaan ilmiöön mahdollisimman vähän. Laadullisessa tutkimuksessa tutkijan tulkinta taas on joskus hyvinkin olennainen osa tutkimusta. Laadullisen tutkimuksen aineistona voi olla muun muassa tekstimuodossa olevia dokumentteja, haastatteluja, kuvia ja tutkijan ylös kirjaamia havaintoja. Laadullisessa tutkimuksessa tutkija pyrkii kuvailemaan ilmiötä. Määrällisessä tutkimuksessa tutkijan johtopäätökset perustuvat numeeriseen aineistoon ja sen analysointiin tilastollisin menetelmin. (Kananen 2013, 23–27.)

Tämä opinnäytetyö toteutetaan laadullisena tutkimuksena. Opinnäytetyössä ei pyritä ensisijaisesti yleistettävyyteen vaan tutkittavan ilmiön tarkastelemiseen kohdeyrityksen kannalta. Tutkimuskohdetta halutaan ymmärtää rajauksen puitteissa mahdollisimman syvällisesti. Arvonmäärittäminen on mahdotonta tehdä täysin objektiivisesti, sillä arvonmäärittäjän näkemykset ja oletukset vaikuttavat aina joissain määrin arvonmäärittäjänsä lopputulokseen. Arvonmäärittäjän tekemiin arvioihin ja ennusteisiin liittyy siten aina myös epävarmuutta.

2.4 Aineistonkeruu ja -analyysi

Opinnäytetyössä käytetään aineistona kohdeyrityksen tilinpäätöstietoja vuosilta 2015–2020. Näiden pohjalta tehdään tilinpäätösanalyysit vuosilta 2016–2020. Tilinpäätösanalyysissä hyödynnetään myös Finnveran tilinpäätöstilastoja. Valmiit dokumentit, kuten vuosikertomukset, pöytäkirjat, muistiot ja tilastot, luokitellaan laadullisen tutkimuksen sekundääriaineistoksi. Myös valmista kuva- tai äänimateriaalia voidaan käyttää aineistona. On mahdollista, että tutkimuksen aineisto koostuu yksinomaan sekundääriaineistosta, joten aina tutkijan ei ole välttämätöntä lähteä kentälle tietoa keräämään. Tutkimuksen primääriaineiston muodostaa tutkijan tuottama aineisto, jonka hän on kerännyt nimenomaan kyseessä olevaa tutkimusta varten. Tutkija voi kerätä aineistoa esimerkiksi havainnoimalla, haastattelemalla tai kyselyn kautta. (Kananen 2015, 131–132.) Tässä opinnäytetyössä primääriaineistona käytetään kohdeyrityksen toimitusjohtajan haastattelua.

Haastattelut voidaan niiden muodon perusteella luokitella strukturoituihin, puolistrukturoituihin ja strukturoimattomiin haastatteluihin. Strukturoimaton haastattelu voi edetä hyvinkin vapaasti ja keskustelunomaisesti. Toisessa ääripäässä on strukturoitu haastattelu, jossa samat kysymykset esitetään kaikille haastateltaville samassa, ennalta määritellyssä järjestyksessä. Yksi laadullisen tutkimuksen käytetyimmistä haastattelumuodoista on teemahaastattelu. (Kananen 2015, 144–148.) Teemahaastattelu katsotaan joko strukturoimattomaksi (Kananen 2015, 144) tai puolistrukturoiduksi haastatteluksi (Tuomi & Sarajärvi 2009, 75).

Teemahaastattelussa tutkija valitsee ennakkotietojensa pohjalta teemoja, joita käsittelemällä tutkittavasta ilmiöstä saadaan kerättyä kaikki oleellinen tieto. Tutkija voi muotoilla etukäteen kysymyksiä, joita haluaa haastateltavalle esittää, mutta ennakkoon laaditusta haastattelurungosta voidaan haastattelun edetessä poiketa. Vapaa eteneminen mahdollistaa myös sellaisten kysymysten esiin nousemisen, joita tutkija ei ole osannut etukäteen ottaa huomioon. Tutkijan tulee pitää keskustelu tutkimusaiheen kannalta relevanteissa kysymyksissä, mutta samalla on hyvä pysyä avoimena näkemyksille, jotka saattavat valottaa tutkimusaihetta uudesta näkökulmasta. (Kananen 2015, 148–150.) Teemojen käsittelyssä on suositeltavaa edetä yleisistä kysymyksistä yksityiskohdaisempiin. Teemahaastattelussa käytetään pääsääntöisesti avoimia kysymyksiä eli kysymyksiä, joihin vaaditaan haastateltavalta vapaamuotoinen selitys. Suljetuilla kysymyksillä on etukäteen rajatut vastausvaihtoehdot, ja niiden käyttöä tulisi teemahaastattelussa välttää. (Kananen 2015, 151.)

Teemahaastattelun katsotaan sopivan parhaiten tämän opinnäytetyön tarkoitukseen. Joihinkin etukäteen määriteltyihin kysymyksiin halutaan saada vastaus, mutta toisaalta pyritään mahdollistamaan sellaisten näkökulmien esiin nouseminen, joita ei ole osattu ennakoida. Haastateltavalla on vuosien kokemus yrityksen toimialasta, joten hänen käsityksensä siitä on laajempi ja perusteellisempi kuin opinnäytetyön tekijän. Teemahaastattelun runko löytyy liitteestä 1.

Haastattelukysymykset annetaan haastateltavalle tiedoksi etukäteen. Tiedonsaannin onnistumisen kannalta on etua siitä, että haastateltaviksi valituilla henkilöillä on mahdollisuus tutustua kysymyksiin ja pohtia niitä etukäteen. Tutkimuseettisistä syistä haastateltaville tulee ennen haastattelua antaa tiedoksi vähintäänkin haastattelun aihe. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 73.) Yleensä haastattelu tallennetaan ja litteroidaan, jotta sisällön tarkistaminen ja arvioiminen on myöhemmin mahdollista. Tässä opinnäytetyössä tallentamista ei pidetä tarpeellisena. Haastateltavan vastauksista kirjataan ylös tutkimusaiheen kannalta relevantti tieto. Haastattelu kirjataan propositiotasolla eli haastateltavan puheesta kirjataan asiasisältö tiivistettynä (Kananen 2015, 160–161.)

Laadulliselle tutkimukselle on tyypillistä aineistonkeruun ja analyysin päällekkäisyys ja vuorovai-
kutteisuus (Ghuri ym. 2020, 130). Analyysi ohjaa tiedonhankintaa. Aineistonkeruu voidaan lopettaa, kun analyysin perusteella todetaan, että ilmiöstä on saatu riittävän syvä ymmärrys ja tutkimusongelma voidaan aineiston pohjalta ratkaista. (Kananen 2017, 35.) Tässä opinnäytetyössä analyysi ja aineistonkeruu ovat osin päällekkäisiä prosesseja. Tilinpäätösanalyysi suoritetaan ennen toimitusjohtajan haastattelua, jotta analyysissä mahdollisesti esiin nouseviin kysymyksiin voidaan pyytää haastattelussa tarkennusta. Tämän jälkeen tilinpäätösanalyysiin voidaan vielä tarvittaessa palata. Opinnäytetyössä aineistoa tulkitaan teorialähtöisesti, mikä tarkoittaa aineiston analysoimista teorian tai teoriaan perustuvan mallin valossa (Kananen 2015, 174).

2.5 Eettisyys ja luotettavuus

2.5.1 Eettisyys

Tutkimuksen eettisyys ja luotettavuus edellyttää hyvän tieteellisen käytännön noudattamista tutkimuksen kaikissa vaiheissa. Tutkimuseettinen neuvottelukunta on laatinut hyvää tieteellistä käytäntöä ja sen arviointia koskevat ohjeet. Tutkimuseettisiin periaatteisiin kuuluu muiden tutkijoiden työn kunnioittaminen ja tunnustuksen antaminen sille, jolle se kuuluu (Hyvä tieteellinen käytäntö

ja sen loukkausepäilyjen käsitteleminen Suomessa 2012, 6). Tässä opinnäytetyössä tutkijoiden työhön viitataan asianmukaisella tavalla. Lähtökohtaisesti pyritään käyttämään ensisijaisia lähteitä. Mikäli toissijaisten lähteiden käyttäminen on tarpeen, viitataan alkuperäiseen tekijään. Tieteellisessä tutkimuksessa käytetään tiedeyhteisössä yleisesti hyväksytyjä tiedonhankinta- ja tutkimusmenetelmiä. Tietolähteiden osalta vaatimuksena on oman alan tieteellisen kirjallisuuden tai muiden asianmukaisten lähteiden käyttö (Vilka 2015). Tämän opinnäytetyön teoriaosuuden laatimisessa hyödynnetään tieteellistä kirjallisuutta ja ammattikirjallisuutta. Ammattikirjallisuuden käyttäminen katsotaan perustelluksi, sillä opinnäytetyössä halutaan tuoda esille alan käytäntö ja ammattilaisten toiminta kentällä. Hyväksytyjen menetelmien käytön lisäksi on tärkeää, että tutkijan valitsemat menetelmät ovat tilanteeseen sopivia. Tutkijan tulee hallita menetelmien käyttö ja tuoda menetelmäosaamisensa ja -ratkaisunsa esille tutkimusraportissaan. (Vilka 2015).

Tulosten raportoinnissa tapahtuva selkein virhe tutkimuseetiikan kannalta on tulosten vääristely. Aineiston tulkitseminen niin, että tulokset saadaan vastaamaan tutkijan tai jonkin intressiryhmän tavoitteita, antaa väärän kuvan tutkimuskohteesta (Ghuri ym. 2020, 27). Tieteellisen työn tekemiseen kuuluu objektiivisuus ja kriittisyys. Tutkijan tulee pitää tosiasiat erillään omista mielipiteistään ja näkemyksistään. Syytä on kiinnittää huomiota myös siihen, miten asiat esitetään ja johdatellaanko lukijan tulkintaa mahdollisesti johonkin suuntaan. Samoista tuloksistakin voidaan raportoida monella tavalla. Esitysjärjestyistä ja asioiden painotusta muuttamalla asiat voivat näyttäytyä eri valossa. Tahattomat virheet voidaan välttää, kun tiedostetaan subjektiivisten tulkintojen mahdollisuus ja huomioidaan ne seikat, jotka voivat vaikuttaa tutkijan objektiivisuuteen. Subjektiivisten tai väärin tulkintojen mahdollisuus pienenee, kun tutkija arvioi kriittisesti työskentelyään ja päättelyään. Kriittinen suhtautuminen omaan työhön näkyy ulkopuolisille siten, että tutkija tuo tutkimusraportissaan avoimesti esille tutkimuksensa mahdolliset puutteet. (Kananen 2015, 121.) Tutkimuksen luotettavuuteen vaikuttavien tekijöiden esiin tuominen palvelee myös tutkimuksen lukijaa. Luotettavuuden arviointi voi olla lukijalle haastavaa, mikäli hän ei tunne aihealuetta yhtä hyvin kuin tutkija. Tästä syystä tutkijan tulee avata lukijalle menetelmävalintojen taustoja ja tuoda avoimesti esille luotettavuutta mahdollisesti heikentävät tekijät. Tutkijan tulisi myös pyrkiä esittämään tulokset riittävän selkeästi, jotta mahdollisilta väärinymmärryksiltä vältyttäisiin. (Ghuri ym. 2020, 24.)

2.5.2 Luotettavuus

Tutkimuksen luotettavuudella tarkoitetaan sitä, että tutkimuksen kuvaus tai selitys tutkittavasta kohteesta tai ilmiöstä on totuudenmukainen. Luotettavuuden perustana on huolellinen dokumentointi, joka mahdollistaa tutkijan tekemien valintojen ja tulkintojen arvioimisen. Dokumentoinnin vaatimus koskee tutkimuksen kaikkia vaiheita. Dokumentaatio on riittävää, kun tutkimuksen arvioija voi vahvistaa tutkijan johtopäätösten oikeellisuuden. Tutkimusta pidetään luotettava, kun muut tutkijat voisivat saman aineiston pohjalta päätyä samoihin tutkimustuloksiin. (Kananen 2015, 353.) Tutkimuksen luotettavuus tulee ottaa huomioon jo tutkimuksen alkuvaiheessa. Tutkija tekee tutkimussuunnitelman yhteydessä selvityksen siitä, miten luotettavuuteen pyritään tutkimusprosessin eri vaiheissa ja miten luotettavuutta voidaan tutkimusprosessin päätteeksi arvioida. Tutkijan tulee pitää suunnitelman toteutuminen ja tutkimuksen luotettavuus mielessä koko tutkimusprosessin ajan. Tutkimukseen kuuluvassa luotettavuusarvioinnissa tutkijan tulee tuoda esiin kaikki luotettavuutta mahdollisesti heikentävät seikat. (Kananen 2019, 30–31.)

Luotettavuutta tarkastellaan yleensä validiteetin ja reliabiliteetin kautta. Käsitteitä on alun perin käytetty määrällisen tutkimuksen yhteydessä, ja niiden soveltuvuudesta laadullisen tutkimuksen arviointiin on erimielisyyttä. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 136.) Reliabiliteetilla tarkoitetaan tulosten pysyvyyttä eli sitä, että jos tutkimus toistettaisiin, saataisiin edelleen samat tulokset. Käytännössä tutkimuksen uusiminen ihmistieteissä on ongelmallista muun muassa siksi, että tutkimukseen osallistuvat henkilöt saattavat antaa erilaisia vastauksia eri ajankohtina. Tutkittava ilmiö voi myös muuttua ajan myötä. Laadullisen tutkimuksen kohdalla voidaan reliabiliteetin sijaan käyttää termiä riippuvuus, jolla tarkoitetaan sitä, että ulkopuolinen henkilö voisi tehdä aineiston pohjalta samat tulkinnat ja johtopäätökset kuin tutkija. Tulee kuitenkin muistaa, että laadullisessa tutkimuksessa ei yleensä oleteta, että on olemassa yksi ainoa ja oikea tulkinta. Riippuvuutta voidaan arvioida vertaisarvioinnin avulla. (Kananen 2015, 349–353.)

Validiteetilla tarkoitetaan sitä, että tutkija tutkii tutkimuksessaan sitä, mitä kertoo tutkivansa. Selittävän ja kausaalisuhteita käsittelevän tutkimuksen arvioinnissa voidaan puhua sisäisestä validiteetista eli siitä, että tutkijan oletamat syy-seuraussuhteet ovat perusteltuja ja oikeita. Sisäinen validiteetti soveltuu sellaisenaan huonosti laadullisen tutkimuksen arviointiin. Lähinnä tulee kyseen luotettavuuden ja uskottavuuden varmistaminen riittävällä dokumentaatiolla ja tulkintojen

perustelulla. Ulkoinen validiteetti tarkoittaa määrällisen tutkimuksen yhteydessä sitä, että tutkittu otoksella saadut tulokset pätevät myös tutkimuksen kohderyhmän eli populaation kohdalla. Ulkoinen validiteetti on siis tulosten yleistettävyyttä. Laadullisella tutkimuksella ei pyritä yleistyksiin samalla tavalla kuin määrällisellä tutkimuksella, joten ulkoisen validiteetin sijaan voidaan käyttää esimerkiksi siirrettävyyden käsitettä. Siirrettävyydellä tarkoitetaan sitä, että tutkimuksen tulokset voidaan siirtää johonkin toiseen kontekstiin. Siirrettävyyden arviointia helpottaa se, että tutkija kuvaa tarkasti tutkimansa ilmiön ja sen kontekstin. Näin ulkopuolinen voi nähdä, missä määrin tutkittu ilmiö ja sen ympäristö vastaa jotakin toista. (Kananen 2015, 347–353.)

3 Teorettinen viitekehys

3.1 Yrityksen arvon johtaminen

Yrityksen johto voi vaikuttaa yrityksen arvoon operatiivista toimintaa, pääomarakennetta ja investointeja koskevilla päätöksillä. Tämä edellyttää, että johdolla on tieto yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä ja siitä, miten yrityksen arvoa voidaan suunnitelmallisesti kehittää. Kallunki ja Niemelä (2004) toteavat, että yrityksen markkina-arvon maksimointi on yrityksen johdolle voiton maksimointia tärkeämpi tavoite pitkällä tähtäimellä. Pyrkimys näyttää mahdollisimman suurta vuotuista voittoa voi johtaa muun muassa siihen, että yrityksen johto tinkii yrityksen pitkän tähtäimen tavoitteista ja lykkää esimerkiksi tulevan tuloksetekokyvyn kannalta tärkeiden investointien tekemistä. Sijoittajien tavoitteena on maksimoida sijoitustensa arvo, joten huolehtimalla yrityksen markkina-arvosta taataan myös oman pääoman ehtoisen rahoituksen riittävyys. Tästä näkökulmasta yrityksen arvonmäärittämiseen liittyvä osaaminen antaa työkaluja talousjohtamiseen silloinkin, kun yrityksen toiminnan on määrä jatkua normaalisti. (Kallunki & Niemelä 2004, 38–39.) Myös Liimatainen ja Lähteenmaa (2020) korostavat yrityksen arvon johtamisen merkitystä. Yrityksen johdolla tulee olla riittävä ymmärrys omistaja-arvon muodostumisesta ja siitä, miten omistaja-arvoa voidaan kehittää. Liiketoiminnan arvon perusfundamenttien ohella johdon tulee olla tietoinen myös muista mahdollisista yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä. (Liimatainen & Lähteenmaa 2020, 299–300.)

Yrityksen arvo ei kasva ilman kannattavaa liiketoimintaa. Operatiivisesta toiminnasta saatavien kassavirtojen maksimointi onkin omistaja-arvon kasvattamisen perusta. Operatiivista toimintaa

koskevat päätökset vaikuttavat suoraan liiketoiminnan kannattavuuteen, kilpailukykyyn ja kasvuun, ja sitä kautta yrityksen arvoon. Myös voittovarojen käyttöä voidaan tarkastella yrityksen markkina-arvon maksimoinnin näkökulmasta. Voittovarojen käyttäminen investointeihin on yrittäjäarvon näkökulmasta perusteltua silloin, kun investoinneista odotettavissa oleva tuotto ylittää pääoman kustannukset. Voittovarathan voitaisiin vaihtoehtoisesti jakaa suoraan pääoman sijoittajille. Heidän kannaltaan voittovarojen jakamatta jättäminen on toivottavaa ainoastaan, mikäli varojen käyttäminen investointeihin johtaa suurempiin tuottoihin tulevaisuudessa. Tuottamattomat investoinnit ja omistajien etuja huonosti palveleva osinkopolitiikka saa sen sijaan sijoittajan harkitsemaan pääomien siirtämistä parempaa tuottoa tarjoaviin kohteisiin. Osingonjakoa koskevan päätöksenteon yhteydessä on huomioitava myös yrityksen oman ja vieraan pääoman suhde ja sen vaikutus yrityksen arvoon. Velkaantuminen vaikuttaa yrityksen riskisyyteen, mutta liian suuri oman pääoman määrä ei sekään ole välttämättä toivottavaa. Pääomarakennetta säätelemällä yritys voi vaikuttaa rahoituksen kokonaiskustannuksiin ja siihen, minkä suuruisia tuottovaatimuksia sijoitetulle pääomalle asetetaan. Vapaan kassavirran mallissa pääomien tuottovaatimus ilmenee tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttauskorossa. (Kallunki & Niemelä 2004, 39–45.)

3.2 Arvonmäärittämisprosessi

Kallunki ja Niemelä (2004) jakavat arvonmäärittämisprosessin kolmeen päävaiheeseen: strategiseen analyysiin, tilinpäätösanalyysiin ja tulevan kehityksen ennakointiin. Strategisessa analyysissä tarkastellaan yrityksen menestymiseen vaikuttavia sisäisiä ja ulkoisia tekijöitä. Ulkoisten tekijöiden huomioiminen on tärkeää, sillä mikään yritys ei toimi tyhjiössä. Yrityksen toteutunutta tulosta ja tulevaisuuden näkymiä arvioitaessa tulee huomioida muun muassa kansantalouden ja globaalien talouden tilanne, toimialan kehitys ja kilpailevien yritysten määrä toimialalla. Sisäisessä analyysissä kiinnitetään huomiota muun muassa yrityksen liikeideaan ja sen toimivuuteen, tuotteiden kilpailukykyisyyteen ja hinnoitteluun sekä myynti- ja markkinointistrategiaan. Tilinpäätösanalyysin avulla saadaan tietoa muun muassa yrityksen operatiivisen toiminnan kannattavuudesta ja kasvusta sekä yrityksen rahoitustilanteesta ja siihen liittyvistä riskeistä. Strategisen analyysin ja tilinpäätösanalyysin pohjalta voidaan lähteä tekemään ennusteita siitä, miten yrityksen odotetaan menestyvän tulevaisuudessa. (Kallunki & Niemelä 2004, 23–32.)

Yrityksen arvon määrittäminen odotettujen tuottojen nykyarvon perusteella on tavallista silloin, kun yrityksen on määrä jatkaa toimintaansa esimerkiksi yrityskauppojen jälkeen. Yleisesti käytetty

arvonmääritysmenetelmä on diskontattujen kassavirtojen malli. Mallin käyttö edellyttää tulevien kassavirtojen ja tuottovaatimusta vastaavan diskonttauskoron määrittämistä. Malliin lähtötietoina syötettävien arvojen tulee heijastella tilinpäätösanalyysiin ja strategiseen analyysiin perustuvia näkemyksiä liiketoiminnan tulevaisuudesta. Analyysien tulokset voidaan kiteyttää arvioihin yrityksen kannattavuudesta, kasvusta ja riskeistä. Kannattavuuden paraneminen merkitsee yrityksen kassavirtojen kasvamista. Mitä kannattavampaa yrityksen liiketoiminta on, sitä korkeampi on liiketoiminnan arvo. Kannattavuuden ohella yrityksen kassavirtoihin vaikuttaa liiketoiminnan kasvu. Yritys, jonka tuloksen arvioidaan kasvavan voimakkaasti tulevina vuosina, on suhteellisesti arvokkaampi kuin yritys, jonka tuloksen odotetaan kasvavan vain vähän. Ennusteet kannattavuudesta ja kasvusta määrittävät siten tulevien kassavirtojen suuruuden. Liiketoiminnan riskisyys puolestaan vaikuttaa yrityksen arvoon korkeamman tuottovaatimuksen kautta. Yritykseen sijoitetun pääoman tuottovaatimus heijastelee liiketoiminnan riskisyyttä, ja tuottovaatimuksen kasvaessa yrityksen arvo laskee. (Seppänen 2017, 22–24.)

Arvonmäärityksen kohteena on useimmiten yrityksen liiketoiminta tai yrityksen oma pääoma eli nettovarallisuus. Arvo voidaan määrittää myös yrityksen toiminnalle kokonaisuudessaan, jolloin huomioidaan liiketoiminnan lisäksi myös ei-operatiivinen toiminta. (Seppänen 2017, 37–38.) Yrityskauppa toteutetaan tavallisimmin osakekauppana tai liiketoimintakauppana. Osakekaupan ja liiketoimintakaupan verovaikutukset ovat erilaiset, mikä osaltaan hankaloittaa ostajan ja myyjän neuvotteluja. Myyjän kannalta osakekauppa on verotuksellisesti edullisempi tapa. Ostaja sen sijaan hyötyy liiketoimintakaupasta, sillä hän voi usein vähentää verotuksessa poistoina suuren osan kaupan arvosta. Osakekaupassa vähennys on mahdollinen vasta, kun kohde myydään jälleen eteenpäin. Liiketoimintakaupasta ostajalle ei myöskään koidu maksettavaksi varainsiirtoveroa. Myös ostajalle siirtyvät riskit ovat liiketoimintakaupassa pienemmät. Ostajalle siirtyy ainoastaan kauppakirjassa yksilöidyt liiketoimintaan liittyvät riskit, kun osakekaupassa ostajalle siirtyy kaikki aiemmin myyjälle kuuluneet vastuut ja veloitteet. (Liimatainen & Lähteenmaa 2020, 315–318.)

3.3 Arvonmäärityksen lähestymistavat ja menetelmät

Arvonmäärityksen lähestymistapa eli se, mihin yrityksen arvon katsotaan perustuvan, riippuu arvonmäärityksen tavoitteesta ja käyttötilanteesta. Markkinaperusteisissa lähestymistavoissa yrityksen arvo määräytyy markkinahintojen perusteella. Listaamattomien yritysten kohdalla markkinaperusteisten menetelmien ongelmana on toimivien markkinoiden ja vertailukelpoisten yritysten

puuttuminen. Tuottoarvoperusteisissa lähestymistavoissa yrityksen arvo perustuu yrityksen kykyyn tuottaa omistajilleen taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Tuottoarvoperusteisia menetelmiä voidaan hyödyntää silloinkin, kun luotettavaa markkina-arvoa ei ole saatavilla. Kustannusarvoperusteisissa lähestymistavoissa yrityksen arvo perustuu omaisuuden realisointiarvoon. Yrityksestä tulevaisuudessa saatavaa taloudellista hyötyä ei siis huomioida lainkaan. Kustannusarvoperusteisia menetelmiä voidaan hyödyntää myös silloin, kun yrityksellä ei ole kassavirtoja. Mikäli arvonmäärityksen kohteena oleva yritys on toiminnassa ja sen odotetaan tuottavan taloudellista hyötyä myös tulevaisuudessa, käytetään yleensä ensisijaisina menetelminä tuottoarvoon perustuvia menetelmiä. (Seppänen 2017, 91–97.)

Tuottoarvomenetelmien heikkoutena on niiden riippuvuus arvonmäärittäjän näkemyksistä ja arvioista. Käytettävien syöttötietojen määrittäminen edellyttää useiden arvioiden ja ennusteiden tekemistä, minkä vuoksi arvonmäärittäjän subjektiiviset näkemykset vaikuttavat aina jossain määrin arvonmäärityksen lopputulokseen. Markkinaperusteisten menetelmien katsotaan sen sijaan ainakin teoriassa antavan objektiivisen ja luotettavan indikaation yrityksen arvosta. Markkinahinnat muodostuvat kysynnän ja tarjonnan mukaisesti eli kaikkien markkinaosapuolten konsensusena. Yksittäisellä toimijalla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa hintoihin. (Seppänen 2017, 93–96.) Tuottoarvoon perustuvat menetelmät kertovat kuitenkin markkina-arvomenetelmiä paremmin, mistä tekijöistä yrityksen arvo muodostuu. Tuottoarvomenetelmiä kutsutaankin fundamentaalisiksi arvonmääritysmenetelmiksi. Yrityksen arvoon vaikuttavat fundamentit eli kasvu, kannattavuus ja riski huomioidaan tuottoarvomallin syöttötiedoissa. Tuottoarvomenetelmällä saatua arvoa kutsutaan teoreettiseksi arvoksi tai oikeaksi arvoksi. Tuottoarvomenetelmät voidaan jakaa diskontattujen kassavirtojen menetelmiin, diskontattujen taloudellisten tulosten menetelmiin ja pääomituskoron ja -kertoimen menetelmiin. (Seppänen 2017, 181–184.)

Kohdeyrityksen arvonmäärityksessä kontekstina on mahdollinen yrityskauppa, jonka jälkeen yrityksen on tarkoitus jatkaa toimintaansa. Lähtökohtaoletuksena on, että yrityksen tuottoarvo on realisointiarvoa suurempi, joten kustannusperusteisen menetelmän käyttäminen ensisijaisena arvonmääritysmenetelmänä ei ole perusteltua. Myös markkinaperusteiset arvonmääritysmenetelmät voidaan sulkea pois ensisijaisina menetelminä, sillä listaamattomien yritysten kohdalla niiden soveltamiseen liittyy edellä mainittuja ongelmia. Markkinaperusteisia menetelmiä hyödynnetään

kuitenkin varsinaisen arvonmäärityksen jälkeen kassavirtamenetelmällä saadun arvon arvioimiseen. Kohdeyrityksen arvonmäärityksessä ensisijaisena menetelmänä käytetään diskontattujen kassavirtojen mallia. Kassavirtamallia pidetään teoreettisesti kehittyneenä menetelmänä ja se on yleisimmin käytetty ja joustava arvonmääritysmenetelmä silloin, kun kohteena on toimintaansa jatkava yritys (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, 126; Petersen & Plenborg 2012, 216; Seppänen 2017, 273). Toisaalta malli on myös arvonmääritysmenetelmistä subjektiivisin ja herkkä virheille, ja sen soveltaminen on aikaa vievää ja työlästä. (Bäck ym. 2009, 126; Seppänen 2017, 274.)

3.4 Diskontattujen kassavirtojen menetelmät ja niiden soveltaminen

Diskontattujen kassavirtojen menetelmät voidaan jakaa malleihin, joissa oman pääoman arvo määritetään suoraan ja malleihin, joissa oman pääoman arvo määritetään epäsuorasti liiketoiminnan arvon kautta. Seuraavassa alaluvussa lyhyesti käsiteltävä osinkoperusteinen malli kuuluu ensiksi mainittuun ryhmään. Osinkoperusteisen mallin jälkeen tarkastellaan diskontattujen kassavirtojen mallia, jota voidaan soveltaa molemmilla tavoilla. Vaihtoehtoisista tavoista epäsuora menetelmä on yleisin. (Seppänen 2017, 192–195.) Tässä opinnäytetyössä kohdeyrityksen arvon määrittämiseen käytetään epäsuoraa menetelmää eli ensin määritetään liiketoiminnan arvo, jonka pohjalta voidaan määrittää oman pääoman arvo. Oman pääoman arvo saadaan, kun liiketoiminnan arvoon lisätään ei-operatiiviset varat ja siitä vähennetään velat. Molemmat tässä käsiteltävistä malleista ovat niin sanottuja nykyarvomalleja eli niissä huomioidaan rahan aika-arvo. Tulevat kassavirrat diskontataan nykyarvoon käyttämällä diskonttaustekijänä mallista riippuen joko oman pääoman tuottovaatimusta tai pääoman keskimääräiskustannusta. (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

3.4.1 Osinkoperusteinen malli

Diskontattujen osinkojen mallia (discounted dividend model, DDM) ei sovelleta tässä opinnäytetyössä, mutta se käsitellään lyhyesti, sillä se on kaikkien muiden kassavirtamenetelmien perustana. DDM-malli ja siitä johdetut mallit vastaavat teoreettisesti toisiaan ja antavat saman arvon estimaatin silloin, kun syöttötiedot ovat samat. Osinkoperusteisessa mallissa kassavirralla tarkoitetaan maksettavia osinkoja eli omistajien osuutta kassavirroista. Yrityksen arvon ajatellaan olevan yhtä kuin kaikkien tulevaisuudessa maksettavien osinkojen nykyarvo. Tulevien osinkojen lisäksi yrityksen arvoon vaikuttaa oman pääoman tuottovaatimus. Alla olevan kaavan (1) avulla voidaan määrittää oman pääoman arvo silloin, kun osinkojen maksun ajatellaan jatkuvan määrittämättömän

ajan eli teoriassa arvonmäärityshetkestä ikuisuuteen. Oman pääoman tuottovaatimuksen oletetaan pysyvän vakiona. (Petersen & Plenborg 2012, 212–214.)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_e)^t} \quad (1)$$

missä P_0 = Oman pääoman arvo arvonmäärityshetkellä

\sum = Summa

D = Maksettavat osingot

r_e = Oman pääoman tuottovaatimus

Malli voidaan esittää myös alla olevassa muodossa.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \frac{D_3}{(1+r_e)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r_e)^n} \quad (2)$$

Käytännössä mallin soveltaminen vaatii osinkojen ennustamista pitkälle tulevaisuuteen, mikä useimmiten on lähes mahdotonta. Tästä syystä yleensä suositaan kaksivaiheista mallia, jossa arvonmäärityshorisontti jaetaan määrätyn ajan kattavaan ennusteperiodiin ja terminaaliperiodiin. Terminaaliperiodilla vuotuisen kasvun oletetaan pysyvän vakiona. Kasvuvaiheen pituus riippuu yrityksen elinkaaren vaiheesta. Lopulta jokaisen yrityksen ajatellaan saavuttavan vakiokasvun vaiheen, jolloin yrityksen kasvu on hyvin lähellä yleistä talouskasvua. (Petersen & Plenborg 2012, 214.) Mallia voidaan soveltaa myös silloin, kun alkuvaiheen kasvuprosentin arvioidaan olevan vakiokasvuprosenttia pienempi tai jopa negatiivinen ja nousevan terminaaliperiodin alussa vakiokasvuprosentin tasolle (Damodaran 2002, 329). Kaksivaiheinen malli voidaan esittää alla olevassa muodossa.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t} + \frac{D_{n+1}}{(r_e - g)} \cdot \frac{1}{(1+r_e)^n} \quad (3)$$

missä n = Yksityiskohtaisesti ennustettavien vuosien määrä

g = Terminaaliperiodin vakiokasvuprosentti

Terminaalivaiheen arvo määritetään Gordonin kasvumallina tunnetun menetelmän avulla. Sitä vastaava osa on yllä olevassa kaavassa keskimmäisenä. Terminaalijakson oletuksena on, että osinkojen kasvuprosentti ja oman pääoman kustannukset pysyvät vakioina. Käytännössä yritysten kasvu harvoin on täysin tasaista, mutta vuosittaisen vaihtelun ajatellaan pitkällä aikavälillä asettuvan keskiarvon molemmin puolin. (Petersen & Plenborg 2012, 214.)

Osinkoperusteiseen malliin liittyy ongelmia, joiden vuoksi sitä ei juurikaan sovelleta käytännön arvonmäärityksessä. Mallin taustaoletusten vuoksi yrityksen arvoon vaikuttaa yrityksen osingonjakopolitiikka ja jaettavien osinkojen määrä. Käytännössä yritykset eivät kuitenkaan jaa kaikkea vapaata kassavirtaa omistajille vaan käyttävät osan investointeihin. On myös yrityksiä, jotka eivät jaa osinkoa lainkaan. DDM-mallin mukaan näiden yritysten arvo olisi nolla. (Seppänen 2017, 196.)

Mallia on kuitenkin mahdollista soveltaa myös muihin kuin korkeaa osinkoa maksaviin vakaan kasvun yrityksiin. Tämä edellyttää sitä, että osingonjaossa mahdollisesti tapahtuvat muutokset huomioidaan mallia sovellettaessa. Mikäli yritys ei arvonmäärityshetkellä maksa osinkoa, voidaan arvo määrittää tulevaisuudessa maksettavien osinkojen perusteella. Esimerkiksi kasvuyrityksen kohdalla kasvun voidaan odottaa tasaantuvan tulevaisuudessa, jolloin investointien määrä pienenee ja liiketoiminnan kassavirrasta jää enemmän omistajille jaettavaksi. Mikäli yrityksen taseessa on liiketoimintaan sitoutumatonta varallisuutta, on mahdollista arvostaa nämä omaisuuserät erikseen. (Damodaran 2002, 344–345.)

3.4.2 Kassavirtaperusteiset mallit

Diskontattujen kassavirtojen menetelmällä voidaan määrittää koko yrityksen arvo tai sen oman pääoman arvo. Yrityksen arvo määritetään diskonttaamalla liiketoiminnan vapaat kassavirrat (free cash flow to firm, FCFF) pääoman keskimääräiskustannuksella (weighted average cost of capital, WACC). Oman pääoman arvo määritetään diskonttaamalla omistajille kuuluvat vapaat kassavirrat (free cash flow to equity, FCFE) oman pääoman kustannuksella. FCFF-mallissa kassavirtojen laskeminen ei edellytä vieraan pääoman erien määrittämistä. Kassavirrasta ei myöskään vähennetä vieraan pääoman kustannuksia, koska ne tulevat huomioiduksi diskonttauskorossa. (Kallunki & Niemelä 2004, 108–109.) FCFF-malli sopiikin erityisesti yrityksille, jotka hyödyntävät suurta velkavipua tai joiden rahoitusrakenteessa on odotettavissa merkittäviä muutoksia. Korollisen velan muutokset vaikuttavat omistajille tulevaan kassavirtaan, mutta eivät liiketoiminnan kassavirtaan, joten jälkimmäinen on näissä tapauksissa helpompi laskea. (Damodaran 2002, 388.) Epäsuora menetelmä

on muutenkin käytetyistä malleista yleisin. FCFE-mallia käytetään lähinnä sijoitus- ja rahoitusalan yritysten arvonmäärityksen yhteydessä, sillä operatiivisten ja rahoitusvelkojen erottelu voi näiden kohdalla olla haasteellista. (Seppänen 2017, 196–197.)

Epäsuorassa mallissa yrityksen operatiivisen toiminnan erät erotetaan ei-operatiivisen toiminnan ja rahoituksen eristä ja arvostetaan niistä erillään. Näin määritetään yrityksen operatiivisen toiminnan arvo (enterprise value, EV). Oman pääoman arvo saadaan, kun liiketoiminnan arvoon lisätään ei-operatiiviset varat ja arvosta vähennetään korolliset velat. Ei-operatiiviset varat ja korolliset velat arvostetaan yleensä sen hetkiseen markkina-arvoon. (Seppänen 2017, 192–195.) Liiketoiminnan arvo (EV) pitää siis sisällään liiketoiminnan harjoittamisen kannalta välttämättömän nettokäyttöpääoman ja käyttöomaisuuden, mutta siihen ei sisällytetä varoja, joilla ei liiketoiminnan kannalta ole merkitystä. Liiketoimintaan sitoutumatonta omaisuutta ovat esimerkiksi sijoitukset ja ylimääräinen rahoitusomaisuus. Myöskään korollisia velkoja ei sisällytetä liiketoiminnan arvoon. (Liimatainen & Lähteenmaa 2020, 305.)

Yleisessä muodossa liiketoiminnan vapaan kassavirran malli voidaan esittää alla olevan kaavan muodossa. Oletuksena on, että kassavirrat jatkuvat määrittämättömän ajan eli teoriassa ikuisesti. Mallin mukaan yrityksen arvoon vaikuttaa vapaiden kassavirtojen ohella pääoman keskimääräiskustannus. (Petersen & Plenborg 2012, 216.)

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (4)$$

missä EV_0 = Yrityksen arvo arvonmäärityshetkellä

FCFF = Liiketoiminnan vapaa kassavirta

WACC = pääoman keskimääräiskustannus

Osinkoperusteisen mallin yhteydessä esitettyä kaksivaiheista mallia voidaan soveltaa myös liiketoiminnan arvon määrittämisessä. Osinkojen sijaan kassavirrat muodostuvat nyt liiketoiminnan kassavirroista ja diskonttauskorkona käytetään pääoman keskimääräiskustannusta. Terminaaliarvo määritetään tässäkin vakiokasvun eli Gordonin mallin avulla. Tarkan ennustejakson pituus vaikuttaa osaltaan siihen, kuinka suuri osa yrityksen nykyarvosta muodostuu terminaaliarvosta. Mitä lyhyempi on tarkan ennustejakson pituus, sitä suurempi osuus yrityksen nykyarvosta muodostuu

terminaalijakson arvosta. (Seppänen 2017, 260.) Terminaaliarvon laskeminen käsitellään yksityiskohtaisemmin luvussa 3.4.6. Kaksivaiheinen malli liiketoiminnan arvon määrittämiseksi voidaan esittää alla olevan kaavan muodossa. Keskimmäisenä kaavassa on Gordonin mallia vastaava osuus, jolla määritetään yrityksen jäännösarvo vuodesta n ikuisuuteen. Jäännösarvo diskontataan nykyarvoon kertomalla se diskonttaustekijällä, joka on kaavassa viimeisenä.

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (5)$$

FCFF-mallin soveltamisen vaiheet ovat yksityiskohtaisen ennustejakson pituuden määrittäminen, vapaiden kassavirtojen ennustaminen, diskonttauskoron estimointi, terminaaliperiodin vuotuisen kasvuprosentin määrittäminen sekä sensitiivisyysanalyysi. Yksityiskohtaisen ennustejakson kassavirrat määritellään jokaiselle vuodelle erikseen. Jatkuvan toiminnan eli terminaaliperiodin kassavirtojen oletetaan puolestaan kasvavan vakiokasvuprosentin mukaisesti. (Seppänen 2017, 200–203.)

3.4.3 Yksityiskohtaisen ennustejakson pituus

Määritettäessä tarkan ennustejakson pituutta ja tulevien kassavirtojen suuruutta kiinnitetään huomiota yrityksen elinkaaren vaiheeseen ja todennäköiseen kehityksen suuntaan. Yrityksen elinkaaren vaihe kertoo, mihin suuntaan yrityksen suoritustason voidaan olettaa kehittyvän. Kasvu- ja kannattavuusodotukset ovat hyvin erilaiset riippuen siitä, onko kyseessä nuori kasvuyritys, toimintansa vakiinnuttanut yritys vai suorituskyvyltään ehkä jo taantuva yritys. Yrityksen kehitysvaiheen lisäksi huomioidaan yrityksen asemoituminen muihin toimialan yrityksiin nähden. Yksi vaihtoehto on perustaa kassavirtaennusteet oletukselle, että yritys tulee jatkossa toimimaan vakiokasvun tilassa. Näin on perusteltua olettaa esimerkiksi silloin, kun yritys on toimintansa vakiinnuttanut ja kypsällä toimialalla toimiva yritys. Ennustejakso voidaan kuitenkin tarvittaessa jakaa myös useampaan vaiheeseen. Kaksivaiheisessa mallissa oletetaan, että yrityksen suorituskyvystä tulee lähitulevaisuudessa tapahtumaan kertaluonteinen muutos, jonka myötä yritys siirtyy vakiokasvun tilaan. Kolmivaiheisessa mallissa oletetaan, että yritys tulee siirtymään sopeutumisvaiheen jälkeen vakiokasvun tilaan. Tämä kuvaa hyvin esimerkiksi kasvuyrityksen kehitystä lähtötasolta kasvuvaiheen kautta vakiintuneen kasvun tilaan. Vaiheittaisten mallien sijaan on mahdollista olettaa, että yrityksen suorituskyyky vaihtelee vuosittain ennen kuin siirtyy vakiokasvun tilaan. Yksittäisten vuosien tarkka ennustaminen on kuitenkin vaikeaa, joten useimmiten käytetään lähtökohtana vaiheittaisia

malleja. (Seppänen 2017, 218–220.) Vakiokasvun malli eli Gordonin malli ja kaksivaiheinen malli käsiteltiin edellisessä alaluvussa. Kolmivaiheista mallia on käsitelty esimerkiksi Damodaran (2002, 367–373) oman pääoman suoran arvostuksen eli FCFE-mallin yhteydessä.

Toimintansa vakiinnuttaneiden ja vakaassa liiketoimintaympäristössä toimivien yritysten kohdalla yksityiskohtaisen ennustejakson pituus on tavallisimmin kolmesta viiteen vuotta. Kasvuyritysten kohdalla voi olla tarpeen käyttää pidempää ennustejaksoa. Myös yrityskaupat, uudelleenjärjestelyt ja liiketoiminnan merkittävät muutokset voivat olla perusteita pidemmälle ennustejaksolle. (Bäck ym. 2009, 125.) Syklisillä toimialoilla voidaan laatia tarkat ennusteet seuraavan taloudellisen syklin yli tai vaihtoehtoisesti perustaa ennusteet sen oletuksen varaan, että yritys toimii arvonmäärityshetkestä eteenpäin keskimääräisellä tasolla (Seppänen 2017, 261).

Ennustejakson pituuden tulisi perustua arvioon siitä, kuinka pitkään yrityksen kannattavan kasvun voidaan odottaa jatkuvan. Kasvun mahdollisuuksiin vaikuttaa saavutetun markkinaosuuden lisäksi markkinoiden koko sekä potentiaalisen markkinaosuuden suuruus. On siis tarkasteltava markkinaympäristöä ja analysoitava, kuinka pitkään yrityksen on mahdollista ylläpitää kasvua. Pienillä yrityksillä on yleensä paremmat mahdollisuudet kasvaa kuin saman toimialan suurilla yrityksillä. On kuitenkin mahdollista, että yrityksellä on jo ennestään merkittävä markkinaosuus, mutta kasvun jatkuvuutta puoltaa se, että yrityksen tarjoaman tuotteen tai palvelun kysyntä on voimakkaassa kasvussa niillä markkinoilla, joilla yritys toimii. Samoin jos toimiala on sellainen, että kilpailevien yritysten on vaikea päästä markkinoille tai jos yrityksellä on merkittävää kilpailuetua muihin toimialan yrityksiin nähden, voidaan kasvun odottaa jatkuvan myös tulevaisuudessa. (Damodaran 2002, 308.)

3.4.4 Kassavirtojen ennustaminen

Vapaiden kassavirtojen ennustaminen tapahtuu yleensä välillisesti niin, että ensin ennustetaan tuloslaskelma ja tase, ja näiden pohjalta tehdään kassavirtalaskelma. Ennusteissa nojaututaan liiketoiminta- ja tilinpäätösanalyysin tuloksiin sekä johdon näkemyksiin yrityksen tulevasta kehityksestä. Ennusteiden laatimisessa noudatetaan tilanteen vaatimaa tarkkuustasoa. Usein hyödynnetty menetelmä on suhteellinen osuus liikevaihdosta -malli, jossa lähtökohtana on toteutuneen vuoden liikevaihto ja liikevaihdon vuosittaisen kasvun ennustaminen. Oletuksena on, että

tuloslaskelman ja taseen erien muodostumiseen vaikuttaa suurimmaksi osaksi liikevaihdon kasvu. (Seppänen 2017, 208–212.)

Tässä opinnäytetyössä vapaiden kassavirtojen laskemisessa ja ennustamisessa käytetään apuna alla olevaa taulukkoa, joka perustuu Petersenin ja Plenborgin (2012, 176) esittämään työkaluun. Alkuperäisestä taulukosta on kuitenkin jätetty pois osiot, joita ei tässä yhteydessä tarvita. Taulukossa noudatetaan tulevien kassavirtojen arvioinnin osalta edellä kuvattua liiketoiminnan kasvuun perustuvaa arviointia. Tuloslaskelman ja taseen erien ajatellaan siis määräytyvän suhteessa liikevaihtoon. Prosentuaalinen osuus määritellään kunkin erän kohdalla erikseen. Taulukon oikeassa sarakkeessa on numeroituna liiketoiminnan vapaan kassavirran (1–14) laskennan vaiheet. Kirjaimin yksilöidyt kohdat kuvaavat tulevien vuosien kassavirtojen ennustamisessa käytettäviä arvoajureita: a) liikevaihdon kasvu (%), b) EBITDA (%) liikevaihdosta, c) poistot (%) aineettomista ja aineellisista hyödykkeistä, d) yhteisöveroaste, e) aineettomat ja aineelliset hyödykkeet (%) liikevaihdosta ja f) käyttöpääoma (%) liikevaihdosta. (Petersen & Plenborg 2012, 175–177.)

Taulukon avulla lasketaan ensin historiallisen jakson toteutuneet vapaat kassavirrat tilinpäätösti-
tojen perusteella. Menneiden vuosien tietojen pohjalta voidaan määrittää tulevien kassavirtojen arvioinnissa käytettävät arvoajurit. Verojen määrää laskettaessa ei huomioida korkomaksujen verovähennysoikeutta eli pääomarakenne oletetaan velattomaksi (Kallunki & Niemelä 2004, 108). Investoinnit aineettomiin ja aineellisiin hyödykkeisiin lasketaan tilikauden alun ja lopun erotuksena. Poistoilla ja arvonalentumisilla ei ole vaikutusta kassaan, joten ne lisätään erotukseen. (Petersen & Plenborg 2012, 177.)

Taulukko 1. Vapaan kassavirran laskelma (Petersen & Plenborg 2012, 176, muokattu).

1. Liikevaihto	a. Liikevaihdon kasvu-%
2. - Operatiiviset kulut	
<hr/>	
3. = Käyttökate (EBITDA)	b. EBITDA (%) liikevaihdosta
4. - Poistot	c. Poistot (%) käyttöomaisuudesta
<hr/>	
5. = Liiketulos (EBIT)	
6. - Liiketuloksen perusteella laskettavat verot	d. vero-%
<hr/>	
7. = Tulos laskennallisten verojen jälkeen (NOPAT)	
8. Käyttöomaisuus	f. Käyttöomaisuus (%) liikevaihdosta
9. Käyttöpääoma	g. Käyttöpääoma (%) liikevaihdosta

Kassavirtalaskelma

10. NOPAT	
11. + Poistot	
12. -/+ Nettokäyttöpääoman muutos	(Δ9)
13. -/+ Investoinnit käyttöomaisuuteen	(Δ8 + 4)
14. = Liiketoiminnan vapaa kassavirta (FCFF)	

3.4.5 Pääoman tuottovaatimus

Sijoittajan näkökulmasta pääoman tuottovaatimusta voidaan pitää vaihtoehtoiskustannuksena. Pääoman tuottovaatimus vastaa tuottoa, jonka sijoittaja voisi saada jostakin toisesta saman hintaisesta ja vastaavan riskin sisältävästä sijoituskohteesta. Vaikka sijoittaja saattaakin osittain perustaa tuotto-odotuksensa yrityksen toteutuneeseen historialliseen kehitykseen, kohdistuvat tuotto-odotukset aina tulevaisuuteen. Näin ollen sijoitukseen liittyvän riskin hinnoittelu on olennainen osa pääoman tuottovaatimuksen määrittämistä. Tuleviin tuottoihin liittyvän epävarmuuden lisäksi pääoman tuottovaatimuksessa huomioidaan rahan aika-arvo. Eri aikoina saatavat tuotot eivät ole keskenään yhteismitallisia ennen kuin tulevat tuotot on diskontattu niiden nykyarvoon. Rahan aika-arvo muodostuu riskittömän sijoituksen reaalikorosta, inflaatiosta ja maturiteettiriskistä. Maturiteettiriskillä tarkoitetaan sijoituksen markkina-arvon muuttumista yleisen korkotason muutosten seurauksena. (Pratt & Grabowski 2014, 3–6.)

Eri sijoituskohteiden vertaileminen ja hinnan määrittäminen edellyttää odotettavissa olevien tuottojen muuttamista nykyarvoon. Tässä yhteydessä pääoman tuottovaatimus, pääoman kustannus ja diskonttauskorko tarkoittavat samaa asiaa, näkökulma vain on eri. Tulevat tuotot diskontataan nykyarvoon pääoman kustannuksella. Näin saadaan odotettavissa olevien tuottojen nykyarvo, jossa on huomioitu rahan aika-arvo ja kyseiseen sijoituskohteeseen liittyvä riski. (Pratt & Grabowski 2014, 6–8.) Edellä sanottu pätee myös yrityksen arvonmäärityksen kohdalla. Arvonmäärityksessä oman pääoman arvo saadaan diskonttaamalla omistajille kuuluvat vapaat kassavirrat oman pääoman tuottovaatimuksella ja liiketoiminnan arvo diskonttaamalla liiketoiminnan vapaat kassavirrat pääoman keskimääräisellä kustannuksella. WACC eli koko pääoman painotettu keskimääräinen kustannus saadaan, kun lasketaan oman pääoman tuottovaatimuksen ja korollisten velkojen tuottovaatimuksen keskiarvo yrityksen pääomarakenteen mukaisesti painotettuna. (Seppänen 2017, 227.)

Alla olevalla kaavalla (6) määritetään pääoman keskimääräinen kustannus eli WACC. Vieraan pääoman osalta kaavassa on huomioitu korkokulujen verovähennyskelpoisuus. Jotta vältyttäisiin verohyödyn kaksinkertaiselta huomioimiselta, tulee kassavirrat laskea ikään kuin kyseessä olisi velaton yritys eli verohyötyä ei tule sisällyttää kassavirtaan. Vaihtoehtoisesti verohyöty voidaan huomioida kassavirroissa ja jättää pois WACC:in laskukaavasta. (Niskanen & Niskanen 2013, 284–285.) Johdonmukaisuutta tulee noudattaa myös siinä, käytetäänkö arvonmäärityksessä nimellisiä arvoja vai reaaliarvoja. Tavallisinta on, että käytettävät arvot ovat nimellisiä arvoja eli inflaation vaikutus on niissä huomioitu. Mikäli pääoman tuottovaatimukseen sisältyy korvaus odotetusta ostovoiman heikkenemisestä, tulee inflaation vaikutus huomioida myös tulevissa kassavirroissa. (Seppänen 2017, 228.)

$$WACC = \frac{E}{D + E} \cdot r_E + \frac{D}{D + E} \cdot r_D \cdot (1 - T) \quad (6)$$

missä

- E = oma pääoma
- D = vieras pääoma
- r_E = oman pääoman tuottovaatimus
- r_D = vieraan pääoman tuottovaatimus
- T = yritysverokanta

Yleensä diskonttauskoron oletetaan pysyvän samana arvonmäärityshetkestä eteenpäin eli terminaalijakson diskonttauskorko on sama kuin tarkan ennustejakson. Diskonttauskoron määrittäminen erikseen ennusteperiodille ja terminaaliperiodille voi kuitenkin olla tarpeen esimerkiksi kasvuyritysten tai taloudellisissa vaikeuksissa olevien yritysten kohdalla. Näiden yritysten kohdalla lähitulevaisuuteen liittyvien riskien voidaan olettaa pienenevän, kun yritys saavuttaa vakaan kasvun vaiheen. (Seppänen 2017, 264.)

Pääoman painotetun keskimääräisen kustannuksen määrittäminen edellyttää yrityksen pääomarakenteen selvittämistä. Lisäksi on määritettävä vieraan ja oman pääoman kustannus. Yleensä pääomarakenteen oletetaan pysyvän muuttumattomana, ja lähtökohtaisesti suhteellisten osuuksien arviointi perustuu vieraan ja oman pääoman markkina-arvoihin. Pörssiyrityöiden kohdalla oman pääoman arvo saadaan kertomalla yhtiön osakkeen sen hetkinen markkinahinta liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärällä. Listaamattomien yritysten kohdalla oman pääoman markkina-arvon

määrittäminen on kuitenkin hankalampaa. Ongelmaan on vaihtoehtoisia ratkaisuja. Yleisesti käytetty tapa on määrittää oman ja vieraan pääoman painoarvot tavoitepääomarakenteen mukaisesti. Toinen tapa on käyttää vertailukelpoisten yritysten keskimääräisen pääomarakenteen mukaisia painoarvoja, joiden ajatellaan edustavan optimaalista pääomarakennetta toimialalla. On myös mahdollista iteroida painoarvot siten, että ne vastaavat kassavirtamenetelmällä saatua lopputulosta. Edellytyksenä on, että käytettävissä on tarvittavat kassavirtaennusteet. Vieraan pääoman markkina-arvon lähtökohtana käytetään useimmiten tasearvoja. Mikäli yleisessä korkotassossa ja yrityksen luottoluokituksessa on tapahtunut olennaisia muutoksia lainojen nostohetken jälkeen, voi markkina-arvon uudelleenarvioiminen olla tarpeen. (Seppänen 2017, 251–253.)

Useimmiten yritysten velat ovat noteeraamattomia yksityisiä pankkilainoja, joille ei ole saatavissa hintaa suoraan markkinoilta, ja erot markkina-arvojen ja tasearvojen välillä ovat harvoin merkittäviä (Niskanen & Niskanen 2013, 268).

Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vierasta pääomaa ovat lyhytaikaiset ja pitkäaikaiset korolliset velat sekä leasingvastuut (Damodaran 2002, 214). Vieraan pääoman kustannus on yksinkertaisinta määrittää olemassa olevien velkojen keskimääräisenä korkona. Vaihtoehtoisesti voidaan käyttää korkoa, jolla yritys saisi lainaa toimintansa rahoittamiseen arvonmäärityshetkellä. (Niemelä 2013, 172–173.) Tavallisinta on, että vieraan pääoman kustannusta määritettäessä huomioidaan korkokustannusten verovähennyskelpoisuus niin kuin edellä todettiin. Tarvittaessa voidaan korkokulujen lisäksi huomioida myös muita kustannuksia, kuten sopimuksen perustamisesta tai käyttämättömästä luotosta aiheutuneita maksuja. Näiden kustannusten huomioiminen on perusteltua, mikäli niiden osuus suhteessa velkaan on merkittävä. (Hitchner 2017, 190–192.) Yrityksissä, joissa vieraan pääoman osuuden odotetaan laskevan tulevina vuosina, voi olla aiheellista ottaa pääomarakenteen muutos huomioon myös diskonttauskoron eli WACC:in laskemisessa. Koska vieraan pääoman kustannukset ovat pienemmät kuin oman pääoman, on WACC sitä pienempi mitä suuremmaksi vieraan pääoman osuus oletetaan. Yrityksen arvo on puolestaan sitä suurempi mitä pienempi diskonttauskorko on. Vieraan pääoman osuuden arvioiminen todellista suuremmaksi johtaa siten yrityksen arvostamiseen yli sen todellisen arvon. (Pratt & Grabowski 2014, 566.)

Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen liittyy sijoittajan näkökulmasta suurempia riskejä kuin velkarahoitukseen. Lainanantajat saavat sopimuksen mukaisen koron riippumatta yrityksen taloudellisesta menestyksestä. Oman pääoman sijoittajien saama korvaus taas on riippuvainen yrityksen tuloksesta ja jaettavissa olevien voittovarojen määrästä. Myös konkurssitilanteessa velkojat ovat oikeutettuja saataviinsa ennen oman pääoman sijoittajia. Sijoituksen riskisyyden ja tuottovaatimuksen välisen riippuvuuden kuvaaminen ei ole aivan yksinkertaista, ja näin ollen myös oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on haastavaa. (Niemelä 2013, 147.)

Sijoituskohteen riskisyyden mittaamiseen on kehitetty useita malleja, joista pisimpään käytössä ollut ja edelleen laajalti käytössä oleva menetelmä on niin sanottu CAP-malli (capital asset pricing model). CAP-mallin mukaan tuottovaatimuksen ja riskin välistä riippuvuussuhdetta voidaan kuvata alla olevan kaavan avulla. (Damodaran 2002, 69–71.)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] \quad (7)$$

missä $E(R_i)$ = osakkeen tuottovaatimus
 R_f = riskittömän sijoituskohteen tuotto
 $E(R_m)$ = markkinaportfolion tuotto
 β_i = osakkeen beetakerroin

CAP-mallissa sijoituskohteen tuottovaatimus saadaan lisäämällä riskittömän sijoituskohteen tuottoon R_f osakekohtainen riskilisä $\beta_i[E(R_m) - R_f]$. Riskilisään vaikuttaa markkinoiden yleinen riskipreemio $[E(R_m) - R_f]$ sekä osakekohtainen beetakerroin β_i . Riskittömänä tuottona käytetään yleensä kymmenvuotiselle valtion kupongittomalle obligaatiolainalle maksettavaa tuottoa. Euroalueella suositellaan käytettäväksi matalinta obligaatioiden tuottoa riippumatta siitä, missä maassa diskontattavat rahavirrat sijaitsevat. Maakohtainen riski huomioidaan erikseen lisäämällä maakohtainen riskipreemio oman pääoman tuottovaatimukseen, ei riskittömään korkoon. (Niemelä 2013, 148–151.) Markkinoiden yleinen riskipreemio kuvaa riskittömän tuoton ylittävää osaa markkinaportfolion tuotosta. Markkinaportfoliolla kuvataan markkinoiden kaikkien osakkeiden keskimääräistä tuottoa. Markkinoiden yleinen riskipreemio voidaan määrittää esimerkiksi kartoittamalla ammattimaisten sijoittajien näkemyksiä riskipreemion tasosta. (Niemelä 2013, 152–155.)

Tässä opinnäytetyössä hyödynnetään rahoituksen professori Aswath Damodaranin ylläpitämää Damodaran Online -sivustoa, josta löytyy eri maiden markkinariskipreemiot ja muita arvonmäärittämissä tarvittavia tunnuslukuja.

CAP-mallin taustalla on oletus, että sijoittaja kykenee hajauttamaan portfolionsa niin, että jäljelle jää ainoastaan systemaattinen eli markkinoiden yleisestä vaihtelusta johtuva riski. Tuottovaatimukseen vaikuttaa pelkästään systemaattisen riskin määrä, sillä siihen sijoittaja ei pysty vaikuttamaan. Epäsystemaattinen riski eli yrityskohtainen riski voidaan sen sijaan poistaa hajauttamalla sijoitukset useampaan kohteeseen. Beetakerrointa käytetään kuvaamaan yksittäisen osakkeen ja markkinoiden tuoton välistä yhteyttä eli osakkeeseen liittyvää systemaattista riskiä. Beetakerroin saa arvon 1 silloin, kun osakkeen riskisyys vastaa markkinoiden yleistä riskiä eli sijoituskohteen tuotto vaihtelee saman verran suhteessa markkinoiden tuottoon. Mikäli osakkeeseen liittyvä riski ylittää yleisen markkinariskin, on beetakerroin yli 1. Markkinoiden keskimääräistä riskiä alhaisemman riskin kohdalla beetakerroin on puolestaan alle 1. (Seppänen 2017, 224–225.)

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden kohdalla beetakerroimen määrittämisessä suositaan yleensä markkinamallia, jossa kerroin lasketaan osakkeen toteutuneen tuoton ja markkinaportfolion, eli esimerkiksi yleisindeksin, tuoton aikasarjoista. Listaamattomien yritysten kohdalla markkinabeetan määrittämisen esteenä on hintanoteerausten aikasarjojen puute. Beeta voidaan kuitenkin määrittää myös tilinpäätöstietojen perusteella. Tilinpäätösbeetan käyttäminen voi joissain tapauksissa olla perusteltua myös pörssiyritysten kohdalla, sillä esimerkiksi Helsingin pörssistä löytyy useita osakkeita, joiden kohdalla markkinabeetan luotettavuuteen vaikuttaa vähäinen kaupankäynti osakkeella. Tilinpäätösbeeta saadaan määritettyä tilinpäätöstietojen pohjalta laskettujen tunnuslukujen avulla. Niemelän (2013) mukaan yrityksen riskisyyttä kuvaa parhaiten seuraavat tilinpäätöstietoihin perustuvat muuttujat: liikeriski eli liikevaihdon vaihtelu, operatiivinen velkaantuminen eli yrityksen kustannusrakenne ja rahoituksellinen velkaantuminen. (Niemelä 2013, 156–163.)

Listaamattoman yrityksen beetakerroimen voidaan käyttää myös toimialabeetaa, joka perustuu vertailukelpoisten listattujen yritysten tietoihin. Toimialabeetaa oikaistaan poistamalla siitä pääomarakenteen vaikutus, jolloin saadaan ainoastaan operatiivista riskiä heijastava beetakerroin (unlevered beta). Tämän jälkeen beeta vivutetaan uudelleen kohdeyrityksen pääomarakenteella

(relevered beta). Kun toimialabeetaa käytetään listaamattoman yrityksen oman pääoman kustannuksen määrittämiseen, CAP-mallia voidaan laajentaa niin, että siihen lisätään kokoriskipreemio heijastamaan heikommasta likviditeetistä aiheutuvaa riskiä. Kokoriskipreemio on yleensä neljän ja kuuden prosenttiyksikön välillä. (Seppänen 2017, 237–242.)

CAP-mallin taustalla oleva oletus tehokkaasta hajautuksesta ei aina toteudu käytännössä etenkin silloin, kun sijoitetaan listaamattomiin yrityksiin tai ääritapauksessa vain yhteen sellaiseen. Hajautuksen puute voidaan huomioida käyttämällä niin sanottua totaalista beetaa, joka mittaa yrityksen kokonaisriskiä eli systemaattisen riskin lisäksi myös epäsystemaattista riskiä. Samoin kuin toimialabeeta, totaalinen beeta voidaan määrittää julkisesti listattujen yritysten tietojen avulla. Totaalisen beetan käyttäminen voi olla perusteltua etenkin pienten listaamattomien yritysten kohdalla. Kun käytetään totaalista beetaa, ei yrityskohtaisten riskilisien käyttö ole tarpeen. (Seppänen 2017, 242–243.)

Matemaattisten mallien lisäksi käytännön arvonmääritystilanteissa hyödynnetään myös epätar Kempia menetelmiä. Vilkkumaa (2010) toteaa, että käytännössä oman pääoman tuottovaatimus voidaan usein määrittää tarkastelemalla, minkälaista tuottoa sijoittaja voisi saada vaihtoehtoisista sijoituskohteista. Lähtökohtana on tällöin sijoittajan tai mahdollisen yrityksen ostajan asettama tuottovaatimus. Näin määritetty diskonttauskorko toimii Vilkkumaan mukaan usein yhtä hyvin kuin matemaattisilla malleilla laskettu korko. Vaihtoehtoisen sijoituskohteen tuotto-odotukseen voidaan tarvittaessa lisätä riskilisiä kompensoimaan esimerkiksi kohdeyrityksen toimialan riskisyydestä aiheutuvaa epävarmuutta. (Vilkkumaa 2010, 123.)

3.4.6 Jäännösarvon laskeminen

Jäännösarvo muodostaa yleensä 60–80 % yrityksen arvosta (Petersen & Plenborg 2012, 214). Eri-tyisesti vakiokasvuprosentin muutoksilla on suuri vaikutus arvonmäärityksellä saatavaan yrityksen nykyarvoon. Vakiokasvuprosenttia arvioitaessa lähtökohtana on oletus, että yritys ainakin teoriassa kykenee ylläpitämään määriteltyä kasvuvauhtia terminaalijakson alusta ikuisuuteen. Tästä syystä kasvuprosentin on oltava pienempi tai yhtä suuri kuin kansantalouden reaalin eli inflaation sisältävä kasvu. Oletus, että yritys kykenisi ylläpitämään kansantalouden keskimääräisen kasvun ylittävää kasvua loputtomasti, ei ole mahdollinen, sillä teoriassa yritys kasvaisi lopulta kansantaloutta suuremmaksi. (Damodaran 2002, 305.) Kasvuprosentti voidaan estimoida käyttämällä

riskittömän koron eli valtion kymmenvuotisten joukkovelkakirjojen odotettua tuottoa. Mikäli yritys toimii useammassa maassa, voidaan käyttää näiden valtioiden keskimääräistä tuotto-odotusta. (Seppänen 2017, 263.)

Kun terminaaliarvoa lasketaan käytännössä, on suositeltavaa sisällyttää tarkkaan ennusteperiodiin vähintään kaksi vakaan kasvun vuotta ennen terminaalijakson alkua (Seppänen 2017, 261). Aiemmin esitetystä laskentakaavassa terminaaliarvo määritettiin Gordonin kasvumallin kautta. Terminaaliarvo voidaan laskea myös muilla tavoin. Yleisimmät vaihtoehtoiset tavat ovat hinnoittelukertoimien käyttö ja likvidaatioarvo. Hinnoittelukertoimet perustuvat markkina-arvomenetelmiin ja likvidaatioarvo kustannusarvomenetelmiin. (Seppänen 2017, 260–262.)

3.4.7 Herkkyysanalyysi

Kassavirtamenetelmän soveltamiseen liittyy aina virheellisten arvioiden ja ennusteiden mahdollisuus. Arvonmäärityksen yhteydessä tehdäänkin yleensä myös herkkyysanalyyskejä, joiden avulla muuttuvien syöttötietojen vaikutusta voidaan arvioida. Herkkyysanalyysissä muutetaan yhtä syöttötietoa kerrallaan ja analysoidaan muutokseen vaikutusta lopputulokseen. Kassavirtamenetelmässä herkkyysanalyysi kohdistuu yleensä diskonttauskoroon ja terminaaliarvoon vaikuttaviin tekijöihin sekä kassavirtojen määrään. Diskonttauskoron eli WACC:in määrittäminen edellyttää usean osatekijän estimoimista, ja erityisesti oman pääoman kustannuksen määrittäminen on haastavaa ja epävarmaa. Terminaaliarvon kohdalla taas pienikin vakiokasvuprosentin muutos vaikuttaa arvonmäärityksen lopputulokseen merkittävästi. Terminaaliarvoon vaikuttavat välillisesti myös ennustejakson kassavirtaennusteet, ja koska terminaaliarvo muodostaa yleensä suurimman osan yrityksen kokonaisarvosta, voi tämäkin vaikutus olla tuntuva. (Seppänen 2017, 297–310.)

Tässä opinnäytetyössä herkkyysanalyysi tehdään ristiintaulukoimalla diskonttauskoron ja vakiokasvuprosentin arvot. Vaihteluvälinä on yksi prosenttiyksikkö ja välimatka-asteikkona 0,5 prosenttiyksikköä. Diskonttauskoron vaihteluväli tulisi valita koron määrittämiseen liittyvän epävarmuuden tason ja mittausvirheen mahdollisen suuruuden mukaan. Yhden prosenttiyksikön vaihteluväliä voidaan pitää hyvänä lähtökohtana. Suurempi vaihteluväli on perusteltu silloin, kun tuottovaatimus on erityisen korkea, esimerkiksi yli 20 prosenttia. (Seppänen 2017, 311–312.)

3.5 Tilinpäätösanalyysi

3.5.1 Tilinpäätösanalyysi osana arvonmäärittäystä

Tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan yrityksen historiallisen kehityksen ja nykyisen taloudellisen tilanteen arviointia. Arvonmäärittäyksen yhteydessä tilinpäätösanalyysin tarkoituksena on mahdollisten yrityksen toimintaan liittyvien riskien ja tulevan kehityksen ennakointi. Tilinpäätös itsessään kuvaa kuitenkin jo toteutuneita tapahtumia eikä sellaisenaan ole taakka tulevasta. Tästä syystä myös strategisella analyysillä ja yrityksen johdon näkemyksillä on suuri painoarvo, kun ennakoitaan tulevien vuosien kehitystä. Perinteinen tilinpäätösanalyysi perustuu yrityksen kannattavuutta, vakava-raisuutta ja maksuvalmiutta kuvaavien tunnuslukujen tarkasteluun. Lisäksi voidaan analysoida kiertoaikoja eli pääoman käytön tehokkuutta. Tilinpäätösanalyysin tavoitteena on myös muuttaa tilinpäätösinformaatio vertailukelpoiseen muotoon. Näin voidaan luotettavammin arvioida yrityksen kehitystä useamman vuoden tarkastelujaksolla ja verrata sitä muihin saman toimialan yrityksiin. (Niemi 2013, 75–85.)

Tilinpäätösanalyysissä voidaan hyödyntää myös prosenttilukumuotoon muutettuja tilinpäätöstietoja. Prosenttilukumuotoisessa tilinpäätöksessä tuloslaskelman erät suhteutetaan liikevaihtoon ja taseen erät vastaavasti taseen loppusummaan. Näin voidaan helposti hahmottaa tilinpäätöserien suhteellinen suuruus tilikauden aikana ja erien välisten suhteiden muutokset silloin, kun tarkastelujaksoksi on useampi vuosi. Trendianalyysistä on kyse silloin, kun vertaillaan prosenttilukumuotoisia tilinpäätöksiä useammalta perättäiseltä vuodelta siten, että tarkastelujakson ensimmäisen vuoden erälle annetaan arvo sata ja myöhempien vuosien erät suhteutetaan tähän perusvuoden arvoon. Prosenttilukumuotoisen tuloslaskelman avulla voidaan arvioida yrityksen kulurakennetta ja siinä tapahtuneita muutoksia. Usean vuoden vertailujaksolla nähdään, ovatko kulut kasvaneet vai vähentyneet, ja miten eri kuluerien suhteellinen osuus on muuttunut. Suhteuttamalla tilikauden voitto liikevaihtoon nähdään, miten yrityksen kannattavuus on tarkastelujaksolla kehittynyt. Prosenttimuotoisen taseen vastaavaa-puolelta nähdään eri omaisuuserien suhteellinen osuus ja omaisuusrakenteen muutokset vertailujaksolla. Vastattavaa-puolelta nähdään vastaavasti yrityksen rahoitusrakenne ja sen muutokset. Prosenttilukumuotoisiin tilinpäätöksiin perustuva analyysi mahdollistaa samalla toimialalla toimivien, eri kokoisten yritysten vertailun. Eri toimialoilla toimivien yritysten vertailu ei sen sijaan ole mahdollista, sillä toimialakohtaisten kannattavuuslukujen ja kulurakenteen normiarvojen välillä on suuria eroja. (Niskanen & Niskanen 2013, 49–52.)

3.5.2 Tilinpäätöksen standardointi

Tilinpäätösanalyysin lähtökohtana on oikaistu eli analyttinen tuloslaskelma ja tase. Raportoitu tilinpäätös voi sisältää useita sellaisia ei-operatiivisia eriä, jotka eivät anna oikeaa kuvaa operatiivisen liiketoiminnan kannattavuudesta. Näiden erien osalta tilinpäätöstä on tarpeen oikaista. Tilinpäätösanalyysissä ei esimerkiksi ole tarkoituksenmukaista huomioida kertaluontoisia eriä, kuten omaisuuden myyntivoittoja, vaikka niillä olisikin merkittävä vaikutus yrityksen tulokseen kyseisenä vuonna. Satunnaiset myyntivoitot eivät vaikuta siihen, kuinka kannattavaa yrityksen liiketoiminta on pitkällä tähtäimellä. Samoin ydinliiketoiminnasta erillisten sijoitusten tuotot tulee arvioida liiketoiminnasta erillään. Erityisen tärkeää liiketoiminnan kannattavuuden analysointi erillään muusta omaisuudesta on yrityskauppatilanteissa. Ostajaa harvoin kiinnostaa hankkia liiketoimintaan kuulumatonta omaisuutta jo siitä syystä, että kaikki ylimääräinen omaisuus nostaa kauppahintaa. Yrityskaupan kohteena onkin useimmiten vain ydinliiketoiminta, ja muu mahdollinen yritykseen kuuluva omaisuus siirtyy kaupan yhteydessä myyjälle jäävään uuteen tai jo aiemmin perustettuun yritykseen. (Kallunki 2014, 59–60.)

Tilinpäätöksen oikaisu tekee eri yritysten välisestä vertailusta luotettavaa. Tilinpäätösinformaatio sellaisenaan on huono lähtökohta yritysten vertailulle, sillä yritykset hyödyntävät eri tavoin käytössään olevia tilinpäätössuunnittelun keinoja. Virallinen tilinpäätös on yleensä laadittu verottajaa, voitonjakoa tai yrityksen imagoa silmällä pitäen. Yritys voi pyrkiä esimerkiksi minimoimaan tilikauden verot, varmistamaan tietyn suuruisen osingonjaon tai luomaan suurelle yleisölle kuvan vakaasta tuloskehityksestä. Tästä syystä virallinen tilinpäätös ei aina anna oikeaa kuvaa yrityksen rahoitusasemasta ja siitä, kuinka kannattavaa yrityksen jatkuva, säännöllinen ja ennustettava liiketoiminta on. (Salmi 2020, 144.)

Tuloslaskelman oikaisu

Tuloslaskelman oikaisuilla pyritään antamaan yrityksen liiketoiminnan volyyymista ja kannattavuudesta mahdollisimman oikea ja vertailukelpoinen kuva (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 18). Oikaistun tuloslaskelman runko ja oikaisun yhteydessä tarvittaessa huomioitavat erät on esitetty taulukkomuodossa liitteessä 2. Kaikkia taulukossa lueteltuja oikaisuja ei ole aina tarpeen tehdä. Oikaistusta tuloslaskelmasta nähdään suoraan myös kannattavuuden tunnusluvut EBITDA, EBIT ja nettotulos. Näitä tarkastellaan tarkemmin kannattavuutta käsittelevän alaluvun yhteydessä.

Liikevaihto sisältää varsinaisesta liiketoiminnasta saadut tuotot. Liikevaihtoon kirjataan tuotteiden ja palveluiden myynnistä saadut tuotot, joista on vähennetty annetut alennukset, arvonlisävero ja muut välittömästi myynnin määrään perustuvat verot (KirjanpitoL 1336/1997, 4:1). Kirjauskelpoisuuden kriteerinä pidetään sitä, että tulo on ansaittu. Tulojen oikea-aikaiseen kirjaamiseen tulee kiinnittää huomiota esimerkiksi pitkäaikaisten toimitussopimusten yhteydessä. Pitkän valmistusajan vaativasta suoritteesta syntyvä tulo voidaan kirjata tuotoksi valmiusasteen perusteella (KirjanpitoL 1336/1997, 5:4). Osatuloutukseen siirtyminen vaikeuttaa tilinpäätöksen vertaamista aiempiin tilikausiin. Myös eri yrityksiä vertailtaessa on kiinnitettävä huomiota siihen, käyttävätkö yritykset tältä osin samaa kirjaustapaa. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 18.) Yrityksessä tapahtuneet mahdolliset rakennemuutokset voivat vaikuttaa huomattavasti liikevaihdon sisältöön ja kannattavuuden tunnuslukuihin. Rakennemuutoksen myötä vertailukelpoisuus aiempiin tilikausiin heikkenee. (Salmi 2020, 145.)

Tuloslaskelman oikaisun yhteydessä liiketoiminnan muista tuotoista eliminoidaan kertaluonteiset ja tuloksen kannalta olennaiset erät. Oikaisua vaativat esimerkiksi pysyvien vastaavien myynnistä saadut myyntivoitot. Samoin liiketoiminnan muista kuluista oikaistaan kertaluonteiset ja suuruudeltaan olennaiset erät, esimerkiksi pysyvien vastaavien myyntitappiot. Kertaluonteisia kuluja voi syntyä myös silloin, kun yrityksessä luovutaan kokonaan jostakin liiketoiminnan osasta. Erien saattaminen saadaan selville tilinpäätöksen liitetiedoista. Tuotekehitys-, tutkimus- ja käynnistysavustukset luetaan säännöllisiin tuottoihin ja niiden käyttö vastaavasti kirjataan tuloslaskelmaan kuluiksi. (Salmi 2020, 146–148.)

Pienissä yrityksissä on tavallista, että yrityksessä työskentelevä omistaja nostaa tulonsa palkan sijaan osinkoina. Mikäli omistajan palkkakuluja ei ole vähennetty, tulee tuloslaskelmaan tehdä palkkakorjaus. Palkkakorjauksen minimimäärä on suosituksen mukaan 30 000 euroa. Liikevaihdoltaan yli 500 000 euron yrityksissä palkkakorjauksen suositeltava määrä on 50 000 euroa. Omistajan saamalla osingoilla ei ole vaikutusta korjauksen suuruuteen. Palkkoihin rinnastettavat luontaisedut, kuten asunto- ja autoetu, tulee sen sijaan ottaa huomioon, kun palkkakorjauksen suuruutta määritetään. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 21.)

Poistoihin voi olla tarpeen tehdä oikaisuja, mikäli poistojen määrät ja poistoajat poikkeavat tavanomaisesta käytännöstä. Kirjanpitolautakunta on antanut yleisohjeen suunnitelman mukaisista

poistoista. Sen mukaan pysyvien vastaavien hankintamenojen poistoajan tulee vastata hyödykkeiden taloudellista pitoaikaa. Taloudellisella pitoajalla tarkoitetaan aikaa, jonka kuluessa hyödykkeen odotetaan tuottavan tuloa. Taloudellinen pitoaika voi olla lyhyempi kuin hyödykkeen tekninen pitoaika. (Yleisohje suunnitelman mukaisista poistoista 2007, 15.) Mikäli poistot ovat pysyvien vastaavien määrään ja laatuun nähden epäsuhtaisia tai poistoajat poikkeavat selvästi suosituksista, voidaan poistojen perusteena käyttää elinkeinoverolain mukaisia enimmäispoistoja. Arvonalentumisiin voidaan kirjata esimerkiksi onnettomuuksien ja muiden vahinkojen aiheuttamia poikkeuksellisen omaisuuden arvonalentumisia. (Salmi 2020, 148.)

Tilinpäätösjärjestelyillä, kuten ylipoistoilla ja poistoeron purkamisella, pyritään yleensä saamaan näytettävä ja verotettava tulo halutulle tasolle. Tällaiset tulos- ja verosuunnitteluun liittyvät epä-säännölliset erät eliminoidaan oikaisun yhteydessä. Poistoeron muutoksen lisäksi eliminoidaan konserniavustukset ja veroperusteiset varaukset. Pakollisia varauksia ei sen sijaan yleensä oikaista. Lisäksi oikaistaan kaikki sellaiset olennaiset, kertaluontoiset erät, jotka eivät kuulu yrityksen säännölliseen, jatkuvaan ja ennustettavaan liiketoimintaan. Myös tilikauden veroja on oikaistava eliminoiteja vastaavalla määrällä, mikäli eliminoidut erät ovat verovaikutteisia. Ei-verovaikutteisia eriä ovat vähemmistöosuus sekä tietyt myyntivoitot ja -tappiot. (Salmi 2020, 149–150.) Satunnaisiksi kuluiksi ja tuotoiksi katsotaan myös aikaisemmilta tilikausilta maksetut lisäverot ja saadut veronpalautukset (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 26).

Taseen oikaisu

Taseen oikaisujen tavoitteena on antaa oikea ja vertailukelpoinen kuva yrityksen taloudellisesta tilasta (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 31). Tavoitteen saavuttamiseksi taseesta voidaan poistaa tai siihen voidaan lisätä eriä, joita ei ole sisällytetty viralliseen taseeseen. Pääsääntöisesti taseesta eliminoidaan erät, joilla ei ole tulontuottamiskykyä. Samoin saamiset, joiden maksua pidetään epätodennäköisenä, kirjataan luottotappioihin. Taseen ulkopuolisiin vastuisiin voi sisältyä eriä, jotka sopimuksen luonteesta johtuen ovat rinnastettavissa velkaan. Näitä ovat esimerkiksi leasingvastuut, jotka tulee oikaisun yhteydessä lisätä taseeseen. Joissain tapauksissa tasearvoja voi olla tarpeen oikaista, sillä pysyvien vastaavien, kuten rakennusten ja sijoitusten, tasearvot voivat poiketa huomattavastikin niiden markkina-arvosta. Myös vaihto-omaisuuden tasearvo voi poiketa

sen todellisesta arvosta. Ulkopuolisella ei kuitenkaan yleensä ole käytettävissään oikaisun perusteeksi tarvittavaa tietoa. (Salmi 2020, 154–157.) Oikaistun taseen vastaavaa-puoli on esitetty taulukkomuodossa liitteessä 3 ja vastattavaa-puoli liitteessä 4.

3.5.3 Kannattavuus

Tulosprosentit

Kannattavuutta voidaan mitata absoluuttisilla ja suhteellisilla mittareilla. Absoluuttinen kannattavuus tarkoittaa tilikauden tulojen ja tunnuslukukohtaisesti määriteltyjen menojen erotusta. Absoluuttisia tunnuslukuja ovat esimerkiksi EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) ja EBIT (earnings before interest and tax). EBIT eli liiketulos lasketaan oikaistusta tilinpäätöksestä, joten se eroaa virallisen tuloslaskelman liikevoitosta (-tappiosta) oikaisuja vastaavalla määrällä. EBIT kertoo liiketoiminnan tuloksen ennen rahoituseriä ja veroja. EBITDA eli käyttökate saadaan, kun liiketulokseen lisätään poistot ja arvonalentumiset. Suhteellista kannattavuutta laskettaessa absoluuttista kannattavuutta kuvaava luku, esimerkiksi liiketulos, jaetaan liikevaihdolla tai liiketoiminnan tuotoilla yhteensä. EBITDA- ja EBIT-tunnuslukujen pohjalta voidaan laskea käyttökateprosentti ja liiketulosprosentti alla esitetyillä kaavoilla. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 63–65.)

$$\text{Käyttökate-\%} = \frac{\text{Käyttökate}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \cdot 100 \quad (8)$$

$$\text{Liiketulos-\%} = \frac{\text{Liiketulos}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \cdot 100 \quad (9)$$

Tulosprosenttien avulla voidaan tarkastella yrityksen kehitystä pidemmällä aikavälillä tai verrata toteutuneita tuloksia kannattavuustavoitteisiin. Käyttökateprosenttia ja liiketulosprosenttia voidaan käyttää myös saman toimialan yritysten vertailuun. Käyttökateprosentin osalta tulee huomioida, että tunnuslukuun vaikuttaa se, omistaako yritys itse tuotantovälineensä vai onko se vuokrannut ne kokonaan tai osittain ulkopuoliselta taholta. Liiketulosprosentin tulkinnan apuna voidaan käyttää seuraavia tavoitearvoja: yli 10 % hyvä, 5–10 % tyydyttävä ja alle 5 % heikko. Käyttökateprosentti vaihtelee toimialoittain eikä sille voida antaa tarkkoja ohjeellisia arvoja. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 63–65.)

Nettotulos saadaan, kun liiketulokseen (EBIT) lisätään rahoitustuotot ja vähennetään rahoituskulut ja verot. Nettotulosprosentti saadaan suhteuttamalla nettotulos liiketoiminnan tuottoihin. Se, mille tasolle nettotulosprosentin odotetaan asettuvan, riippuu voitonjakoa ja pääomarakennetta koskevista tavoitteista. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 65.) Nettotulosprosentti sopii huonosti yritysten väliseen vertailuun, sillä siihen vaikuttaa yrityksen pääomarakenne. Sillä onkin merkitystä erityisesti omistajien näkökulmasta. Se kertoo, mitä omistajille jää jaettavaksi sen jälkeen, kun vieraan pääoman kustannukset on katettu. Mitä suuremmat ovat rahoituksen kustannukset, sitä pienemmäksi nettotulosprosentti jää. (Salmi 2020, 169.)

$$\text{Nettotulos} = \text{Liiketulos} + \text{rahoitustuotot} - \text{rahoituskulut} - \text{verot} \quad (10)$$

$$\text{Nettotulos-\%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \cdot 100 \quad (11)$$

Pääoman tuottoaste

Pääoman tuottoastetta voidaan ajatella vuosikorkona, jonka yritys tuottaa toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Tuottoprosentti saadaan jakamalla tilikauden voitto valitulla taseen erällä. Tuottoaste voidaan laskea koko pääomalle, sijoitetulle pääomalle tai omalle pääomalle. (Kaisanlahti, Leppiniemi & Leppiniemi 2017, 169–170.) Tunnuslukujen arvioinnissa tulee ottaa huomioon mahdollisten arvonkorotusten vaikutus tuottoasteeseen. Arvonkorotuksia tehneiden yritysten tuottoprosentit ovat alhaisemmat kuin yrityksillä, joiden tasearvot perustuvat hankinta-arvoihin. Arvonkorotukset on huomioitava myös silloin, kun vertaillaan yhden yrityksen kehitystä usean vuoden ajanjaksolla. Eniten arvonkorotukset vaikuttavat oman pääoman tuottoprosenttiin. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 67–68.)

Tässä käsitellään oman pääoman tuotto eli ROE (return on equity) ja sijoitetun pääoman tuotto eli ROI (return on investment). Esitetyt laskentakaavat ovat Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysin (2017, 66–68) ohjeistuksen mukaisia.

$$\text{Oman pääoman tuotto-\% (ROE)} = \frac{\text{Nettotulos (12 kk)}}{\text{Oikaistu oma pääoma keskimäärin tilikaudella}} \cdot 100 \quad (12)$$

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto-\% (ROI)} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12 kk)}}{\text{Sijoitettu pääoma keskimäärin tilikaudella}} \cdot 100 \quad (13)$$

Oman pääoman tuotto kertoo yrityksen kyvystä tuottaa lisäarvoa sille pääomalle, jonka omistajat ovat yritykseen sijoittaneet. Pääoman tuoton tavoitetasoon vaikuttavat omistajien tuotto-odotukset ja sijoituksen riskisyys. Sijoittajat odottavat saavansa sijoitukselleen riskiin nähden riittävän suuren korvauksen. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 68.) Oman pääoman tuottovaatimuksen tulisi olla sijoitetun pääoman tuottoastetta korkeampi eli siihen tulisi sisältyä niin sanottu riskipreemio. Riskipreemio on omistajan korvaus siitä, että hän on tuoton saamisessa ja pääoman palautuksessa aina velkojia huonommassa asemassa. (Salmi 2020, 184.)

Sijoitettuun pääomaan kuuluu sekä omistajien yritykseen sijoittamat varat että lainanantajien myöntämä korollinen vieras pääoma. Sijoitetun pääoman tuottoprosentti eroaa koko pääoman tuottoprosentista siinä, että koroton vieras pääoma jää laskelman ulkopuolelle. Sijoitetun pääoman tuottoa ja sen kehitystä on yleensä mielekästä tarkastella pidemmällä aikavälillä. Yksittäisen vuoden alhainen tuotto voi selittyä esimerkiksi tehdyillä investoinneilla. Tulevina vuosina näiden investointien tulisi vastaavasti näkyä yrityksen tuloksessa. (Salmi 2020, 179–181.) Myös toimialavertailussa riittävän pitkän ajanjakson tarkastelu on tarpeen. Yritys, jonka pääoman tuottoaste on pysynyt kilpailijoita korkeammalla tasolla noin 3–5 vuoden ajan, on todennäköisesti onnistunut strategisissa valinnoissaan ja strategian toteuttamisessa kilpailijoitaan paremmin. (Seppänen 2011, 123.) Arvonmäärityksen kontekstissa korkea sijoitetun pääoman tuotto vaikuttaa positiivisesti yrityksen arvoon. Myös kustannuksiltaan edullisen rahoituksen saaminen on helpompaa, kun yrityksen kannattavuus on hyvällä tasolla. (Petersen & Plenborg 2012, 94.)

3.5.4 Rahoituksellinen asema

Yrityksen rahoituksellisen aseman arvioinnissa tulee ottaa huomioon yrityksen toimiala, elinkaaren vaihe ja kehitykselle asetetut tavoitteet. Liiketoiminnan tarpeista riippuu, millainen pääomarakenne palvelee parhaiten yrityksen kehitystä. Nuorelle ja kasvuhakuiselle yritykselle velkavivun hyödyntäminen voi olla kannattavaa. Vieras pääoma mahdollistaa kasvun, kun yritykseen ei vielä ole kertynyt varallisuutta oman pääoman muodossa. Vakiintuneelle ja maltillisesti kasvavalle yritykselle riittävä oman pääoman määrä taas tuo turvaa, sillä se joustaa huonoina aikoina. Omistajat joutuvat heikkoina vuosina tyytymään pienempiin osinkoihin, kun taas vieraan pääoman kustannuksista on selviydyttävä, vaikka liiketoiminnan tulos olisi negatiivinen. Oman pääoman joustavuuden vastapainona on kuitenkin omistajien suuremmat tuottovaatimukset, joten suuri oman pääoman osuus ei sekään ole välttämättä toivottavaa. (Salmi 2020, 186–189.)

Toimialakohtaiset tekijät vaikuttavat siihen, minkä tasoista vakavaraisuutta yritykseltä edellytetään. Suhdanneherkillä ja paljon pääomia sitovilla teollisuuden aloilla toimivia yrityksiä arvioidaan eri standardeilla kuin yrityksiä, joiden tulokseen suhdanteet vaikuttavat vain vähän. Liiketoimintaan liittyvät riskit siis kasvattavat rahoituksellisen liikkumavaran tarvetta. Myös varallisuuden laadulla on merkitystä vakavaraisuutta arvioitaessa. Yrityksellä voi olla taseessaan esimerkiksi arvopapereita, jotka ovat hyvin likvidejä eli helposti myytävissä. Kiinteä omaisuus sen sijaan on vaikeammin rahaksi muutettavissa. (Salmi 2020, 189.)

Vakavaraisuus

Vakavaraisuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä suoriutua taloudellisista velvoitteistaan pitkällä aikavälillä. Vakavaraisuutta voidaan tarkastella kahdesta näkökulmasta. Alla tarkemmin käsitellyistä tunnusluvuista omavaraisuusaste (kaava 14) ja nettovelkaantumisaste eli net gearing (kaava 15) kuvaavat yrityksen pääomarakenetta eli oman ja vieraan pääoman suhdetta. Ne kertovat rakenteellisesta vakavaraisuudesta. Vieraaseen pääomaan painottuva pääomarakenne merkitsee yleensä suurta rahoitusriskiä. Riskejä liittyy erityisesti lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan, sillä se on joustamattomampaa kuin pitkäaikainen vieras pääoma. Vakavaraisuutta voidaan tarkastella myös yrityksen toiminnan ja tulontuottamiskyvyn näkökulmasta. Toiminnallisella vakavaraisuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä luoda rahavirtaa, jolla se voi kattaa vieraan pääoman kustannuksia. Velanhoitokyky on edellytys sille, että yritys voi tarvittaessa rahoittaa toimintaansa velalla. Mahdollisuus vieraan pääoman hyödyntämiseen tekee yrityksen toiminnasta joustavampaa. Toiminnallista vakavaraisuutta eli tuottojen ja vieraan pääoman suhdetta kuvaa suhteellinen velkaantuneisuus (kaava 16). (Kaisanlahti ym. 2017, 193–200.)

$$\text{Omavaraisuusaste (\%)} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma} - \text{saadut ennakot}} \cdot 100 \quad (14)$$

Taseen loppusummasta vähennettävillä ennakoilla tarkoitetaan tässä keskeneräisiin töihin liittyviä lyhyt- ja pitkäaikaisia ennakoita. Pysyvien vastaavien kohdalla tasearvot voivat poiketa niiden käyvästä arvosta kumpaankin suuntaan. Mikäli käyvän arvon ja tasearvon ero on merkittävä ja varmasti todettavissa, voidaan tasearvoa korjata vastaamaan käypää arvoa. Mikäli pysyviin vastaaviin tehdään arvonkorotuksia, vertailu aiempiin vuosiin hankaloituu. Yleisesti ottaen yli 40 %:n omavaraisuusastetta voidaan pitää hyvänä ja 20–40 %:n omavaraisuusastetta tyydyttävänä. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 69–70.)

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma-rahat ja rahoitusarvopaperit}}{\text{Oikaistu oma pääoma}} \quad (15)$$

Nettovelkaantumisaste kertoo omavaraisuusastetta tarkemmin yrityksen edellytyksistä selviytyä velkataakastaan. Nettovelkaantumisasteessa huomioidaan ainoastaan korolliset velat, joista vähennetään yrityksen likvidit varat. Jäljelle jää siis ainoastaan velka, jonka kattamiseen yrityksellä ei ole käytettävissä likvidejä varoja. Mikäli yrityksen likvidin rahoitusomaisuuden määrä ylittää velan määrän, saa tunnusluku negatiivisen arvon. Toinen mahdollinen syy miinusmerkkisyyteen on oman pääoman negatiivisuus. Tällöin arvoa on pidettävä heikkona, mutta muutoin alle yhden arvoja voidaan pääsääntöisesti pitää hyvinä. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 71.)

$$\text{Suhteellinen velkaantuneisuus} = \frac{\text{Oikaistun taseen velat-saadut ennakot}}{\text{Liikevaihto (12 kk)}} \cdot 100 \quad (16)$$

Suhteellinen velkaantuneisuus on dynaaminen vakavaraisuuden tunnusluku, sillä se suhteuttaa velkojen määrän yrityksen liikevaihtoon. Vakavaraisuutta arvioidaan siis sen perusteella, kykenekö yritys luomaan riittävästi tuottoja velanhoitokustannusten kattamiseksi. (Salmi 2020, 192.) Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysin (2017) mukaan tuotannollisissa yrityksissä 40 %:n suhteellista velkaantuneisuutta voidaan pitää hyvänä, 40–80 %:n tyydyttävänä ja yli 80 %:n heikkona. Tunnuslukua tulisi käyttää vain saman toimialan yritysten vertailussa. Mikäli yrityksellä on runsaasti likvidiä varallisuutta, suhteellisen velkaantuneisuuden sijaan voidaan käyttää nettovelkaprosenttia. Se saadaan yllä olevasta kaavasta (16) siten, että taseen veloista vähennetään saatujen ennakoiden lisäksi myös likvidi rahoitusomaisuus. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 70.)

3.5.5 Maksuvalmius

Maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen kykyä selviytyä maksuveloitteistaan ajallaan ja mahdollisimman edullisesti. Maksuvalmiuden ongelmista seuraa yleensä ylimääräisiä kustannuksia viivästyskorkojen ja muiden maksujen muodossa. Ennen pitkää maksuvaikeuksista kärsii myös yrityksen maine. Maksuvalmius edellyttää tulevien velvoitteiden ennakointia ja maksuvalmiusreservin ylläpitämistä. Mitä paremmin tulevat rahavirrat kyetään ennakoimaan, sitä vähemmän reserviä tarvitaan. Pelkästään taseeseen perustuvaa eli staattista maksuvalmiutta voidaan mitata Quick Ration ja Current Ration avulla. Näiden tunnuslukujen heikkoutena on se, että ne perustuvat tietyn hetken tilanteeseen, vaikka velvoitteiden ja käytettävissä olevien varojen määrä muuttuu jatkuvasti.

Toiminnallisesta eli dynaamisesta maksuvalmiudesta saadaan kuva kassavirta-analyysin avulla. (Salmi 2020, 205–206.)

Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysin (2017) mukaan Quick Ration kaava voidaan esittää alla olevassa muodossa. Current Ratio eroaa Quick Ratiosta lähinnä likviditeetin tulkinnan osalta: likviditeettiin lasketaan mukaan myös yrityksen vaihto-omaisuus. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 74–75.) Current Ratiota ei käsitellä tässä tarkemmin.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus} - \text{osatuloituksen saamiset}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{lyhytaikaiset saadut ennakot}} \quad (17)$$

Quick Ratio kuvaa yrityksen lyhytaikaisten velkojen määrää suhteessa rahoitusomaisuuteen. Rahoitusomaisuuteen kuuluvat lyhytaikaiset saamiset sekä rahat ja arvopaperit. Quick Ration saadessa arvon 1,0 yrityksen käytössä oleva likviditeetti vastaa lyhytaikaisten velkojen määrää eli yritys kykenee suoriutumaan velvoitteistaan. 0,9–0,5 välille sijoittuvat arvot ovat tyydyttäviä. Arvon ollessa 0,5 lyhytaikaisen velan määrä on kaksinkertainen rahoitusomaisuuteen nähden, mikä on jo merkki todennäköisistä maksuvalmiusongelmista. Quick Ration tulkinnassa on syytä olla varovainen, sillä saamisten joukossa voi esimerkiksi olla saatavia, jotka voitaisiin jo perustellusti kirjata luottotappioiksi. Yrityksellä voi myös olla pitkäaikaiseen omaisuuteen kuuluvia likvidejä arvopapereita, jotka voitaisiin tarvittaessa myydä. (Salmi 2020, 207–208.)

3.5.6 Kasvu

Kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden lisäksi yrityksen kasvu kertoo paljon sen tulevaisuuden näkymistä. Ensiksi mainitut toiminnan perustekijät ovat oikeastaan kestävän kasvun edellytyksiä, mutta kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden ylläpitäminen ei sen sijaan välttämättä vaadi suurta kasvua. Kaikki yritykset eivät tavoittele kasvua ja toisaalta kaikki kasvua tavoittelevat yritykset eivät onnistu kasvamaan kannattavasti. Vähimmäisvaatimuksen kasvulle asettaa inflaatio: yrityksen on vähintäänkin selvittävä kasvavista kustannuksista kannattavuuden kärsimättä. Muutoin kasvutavoitteet riippuvat pitkälti omistajien toiveista ja suunnitelmista. Erityisesti pienissä yrityksissä omistaja voi hyvinkin olla tyytyväinen maltilliseen kasvuun, sillä kasvun aikaansaaminen edellyttää aina osaamista, panostuksia sekä harkittua kasvustrategiaa ja pitkäjänteistä työtä sen toteuttamiseksi. (Salmi 2020, 255–260.) Kasvu voi myös

johtaa ei-toivottuun lopputulokseen silloin, kun se ei ole kannattavaa. Kannattavan kasvun vähimmäisvaatimuksena on se, että yrityksen tuotto vastaa sijoitetun pääoman tuottovaatimusta eli edellä käsiteltyä WACC:ia (Seppänen 2011, 118).

Yrityksen sisäisten tekijöiden lisäksi kasvun mahdollisuuksiin vaikuttaa yrityksen toimiala. Kehittyvillä ja vähän kilpailluilla toimialoilla kasvuvauhti voi olla nopeaa toisin kuin vakiintuneilla ja kilpailluilla toimialoilla. Kasvun analysoinnin yhteydessä onkin hyvä tarkastella myös toimialan keskimääräisiä kasvuprosentteja. Tässä kasvua tarkastellaan lähinnä liikevaihdon kasvun näkökulmasta, mutta muitakin tekijöitä, kuten volyyymiä, jalostusarvoa sekä asiakaskunnan ja henkilöstön määrää, voidaan käyttää kasvun mittaamiseen. (Salmi 2020, 257).

Seppänen (2011) jakaa kasvun tunnuslukuanalyysin kolmeen osa-alueeseen: kysynnän analysointiin, tarjonnan analysointiin ja rahoituksellisten resurssien analysointiin. Kysynnän tärkein mittari on liikevaihdon kasvuprosentti. Se kertoo yrityksen kilpailustrategian toimivuudesta. Yrityksen strategian voidaan arvioida onnistuneen, kun yritys on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan kilpailevia yrityksiä nopeammin. Tarjonnan analysoinnissa kiinnitetään huomioita siihen, miten yritys pystyy tuotteillaan tai palveluillaan vastaamaan kysyntään. Mittarina voidaan käyttää resurssien, erityisesti käyttöomaisuuden, määrää ja kasvua. Taseen voidaan pääsääntöisesti odottaa kehittyvän liikevaihdon kanssa samansuuntaisesti. Jollei näin ole, on hyvä tarkastella, onko yrityksessä mahdollisesti tehty liikaa tai liian vähän investointeja. Lopuksi yrityksen rahoituksellisten resurssien analysointi on tärkeää, sillä kasvun aikaansaaminen edellyttää investointeja ja käyttöpääoman lisäystä. Kasvua tavoittelevan yrityksen vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden on siis oltava kunnossa. (Seppänen 2011, 119–121.) Mikäli yritys aikoo hyödyntää velkavipua, on sen kyettävä selviytymään kasvavista rahoituskuluista. Vakavaraisuuden säilyttämiseksi yrityksellä tulee myös olla riittävästi omaa pääomaa. (Salmi 2020, 256–257.)

3.6 Strateginen analyysi

Strategisen analyysin tarkoituksena on tunnistaa yrityksen menestymiseen vaikuttavia ulkoisia ja sisäisiä tekijöitä. Ulkoisten tekijöiden tarkastelu voidaan jakaa kansantalouden ja globaalin talouden tasolla tapahtuvaan sekä toisaalta toimialan tasolla tapahtuvaan tarkasteluun. Jälkimmäisessä keskitytään tarkemmin esimerkiksi asiakkaisiin, kilpailijoihin ja kysyntään.

3.6.1 Toimintaympäristön analyysi

PESTEL-analyysin avulla voidaan tarkastella makroympäristössä havaittavia muutosvoimia ja niiden mahdollisia vaikutuksia yrityksen toimintaan. Mallin nimi on johdettu kunkin tarkasteltavan osa-alueen ensimmäisestä kirjaimesta: analyysissä eritellään poliittiset, ekonomiset, sosiaaliset, teknologiset, ekologiset ja lainsäädännölliset muutosvoimat. PESTEL-analyysi soveltuu laajan kuvan hahmottamiseen. Usein on hyödyllistä tarkastella toimialaa ja kilpailijoita yksityiskohtaisemmin myös muiden strategiatyökalujen avulla. PESTEL-analyysiä voidaan käyttää yhdessä myös SWOT-analyysin kanssa, jolloin tarkastellaan toimintaympäristön lisäksi niitä yrityksen sisäisiä resursseja, joilla ympäristön ughiin ja mahdollisuuksiin voidaan vastata. (Vuorinen 2013, 220–221.)

PESTEL-analyysissä on hyvä pohtia myös eri muutosvoimien todennäköisyyttä ja niiden merkitystä yrityksen toiminnan kannalta. Kaikkien mahdollisten tekijöiden pohtimiseen ei ole mielekäästä käyttää aikaa, vaan on valittava todennäköisimmät ja vaikutuksiltaan merkittävimmät. Lisäksi tulee pohtia eri tekijöiden yhteisvaikutuksia ja sitä, miten ne mahdollisesti vahvistavat toisiaan tai neutraloivat toistensa vaikutusta. Muutosvoimien yhteisvaikutuksista syntyy niin sanottuja muutosajureita. Toimintaympäristön moninaisuuden ja hajanaisen informaation tiivistäminen analyysin avulla muutamaa keskeiseen muutosajuriin tekee strategian laatimisesta tai sen arvioimisesta helpompaa. (Vuorinen 2013, 223.)

Toimiala-analyysissä voidaan käyttää apuna esimerkiksi viiden kilpailuvoiman mallia, jossa toimialalla vaikuttavat muutosvoimat jaetaan viiteen ryhmään: alalle tulijoiden uhka, asiakkaiden neuvotteluvoima, toimittajien neuvotteluvoima, korvaavien tuotteiden uhka ja alalla vallitseva kilpailu. Pienten yritysten kohdalla viiden kilpailuvoiman mallia parempi työkalu strategian tarkasteluun voi olla esimerkiksi strategisten ryhmien analyysi. Mallissa pyritään keskittymään vain niihin toimialan yrityksiin, jotka ovat yrityksen todellisia kilpailijoita. Toimialan yritykset jaetaan strategisiin ryhmiin erottavien piirteiden perusteella. Niitä ovat esimerkiksi asiakasryhmät, hintataso, toimialue ja tuotantomäärät. Samassa ryhmässä toimivien yritysten resurssipohja on samanlainen, joten toimialan mahdollisuudet ja riskit vaikuttavat niihin samalla tavoin. Analyysissä valitaan vähintään kaksi erottavaa tekijää ja asemoidaan yritykset strategiaryhmiin näiden tekijöiden perusteella. Saman strategisen ryhmän muut yritykset ovat yrityksen tärkeimpiä kilpailijoita. (Vuorinen 2013, 228–239.)

3.6.2 Sisäinen analyysi

Kamensky (2014, 196) kutsuu synteesianalyyseiksi niitä strategiatyökaluja, joiden avulla voidaan saada kokonais käsitys organisaation ja ympäristön vuorovaikutussuhteista tarkastelemalla samalla sekä organisaation ulkoisia että sisäisiä tekijöitä. Yleensä synteesianalyyseissä yhdistyy myös nykyhetken ja tulevaisuuden näkökulma. Organisaation toimintaympäristöön ja sisäiseen tehokkuuteen pureutuvat analyysit tarjoavat lähtökohdan synteesianalyysin laatimiseen. SWOT-analyysi on tunnettu ja paljon käytetty ulkoisia ja sisäisiä tekijöitä suhteuttava työkalu. Muita synteesianalyysejä ovat esimerkiksi portfolioanalyysit, analyysikartat ja ydinosaamispuu.

PESTEL-analyysillä ja muilla toimintaympäristöön keskittyvillä strategiatyökaluilla saatavaa tietoa voidaan hyödyntää SWOT-analyysissä, kun määritellään yrityksen toimintaan vaikuttavia uhkia ja mahdollisuuksia. SWOT-analyysissä ulkoisten tekijöiden analyysi yhdistyy yrityksen sisäisten voimavarojen ja kehityskohteiden hahmottamiseen. Uhkat ja mahdollisuudet ovat tekijöitä, joihin yrityksen täytyy kyetä reagoimaan tulevaisuudessa. Vahvuudet ja heikkoudet taas ovat nykyhetkessä havaittavia yrityksen sisäisiä tekijöitä, jotka määrittävät sen, miten hyvin yritys pystyy vastaamaan toimintaympäristön haasteisiin. Sisäisiä tekijöitä tarkastellaan suhteessa ulkoisiin tekijöihin niin, että pelkän nimeämisen sijaan pohditaan, mitä toimenpiteitä ulkoisiin tekijöihin varautuminen vaatii. Näin analyysissä yhdistyy nykytilan ja tulevaisuuden tarkastelu. (Virtanen 2013, 88–89.)

4 Kohdeyrityksen arvonmääritys

4.1 Strateginen analyysi

4.1.1 Katsaus elintarvikealaan

Elintarviketeollisuuden toimialaraportissa nostetaan esiin muun muassa kuluttajien arvomaailman muuttuminen ja sen vaikutus kulutuskäyttäytymiseen. Vastuullisuus, eettisyys ja kestävä kehitys merkitsevät kuluttajille yhä enemmän, mikä näkyy muun muassa lähiruuan ja luomuruuan suosimisena. Kuluttajat ovat myös aiempaa vaativampia ja arvostavat ruokaa ja ruokailuun liittyviä kokemuksia. Tietoisuus ja harrastuneisuus lisäävät kokeilunhalua ja premium-tuotteista ja uutuuksista ollaan valmiita maksamaan. Tässä tilanteessa asiakkaiden mieltymysten ja yksilöllisten tarpeiden kuuntelu, trendeihin vastaaminen, kulutuskäyttäytymisen ennakointi ja nopea reagointi

mahdollistavat kilpailuedun saavuttamisen alalla. Toimialaraportissa laatuun panostaminen nähdään kasvun kannalta tärkeämpänä kuin hintakilpailuun keskittyminen, sillä kaupan alallakin nousevia trendejä ovat vastuullisuus, paikallisuus ja korkea laatu. (Hyrälä 2019, 61–68.)

Elintarvikealan haasteena on perinteisesti ollut muuta teollisuutta matalampi kannattavuus. Alan toimijoihin kohdistuu kaupan ja kuluttajien suunnalta hintapainetta, ja näin ollen liiketoiminnan marginaalit jäävät usein pieniksi. Myös kokonaispääoman tuotto jää pääsääntöisesti melko alhaiseksi, mikä johtuu erityisesti alan pääomaintensiivisyydestä. Toisaalta ala on hyvin vakaa. Kilpailussa menestyminen vaatii elintarvikealan yrityksiltä panostuksia tuotekehitykseen, innovaatioihin ja uusiutumiseen. Myös brändillä on merkitystä asiakasuskollisuuden rakentamisessa. Suurten yritysten on mahdollista saavuttaa kilpailuetua toiminnan rationalisoimisella. Pienten toimijoiden vahvuutena puolestaan on mahdollisuus tarjota asiakkaille käsityöllä valmistettuja laadukkaita tuotteita. (Hyrälä 2019, 50–67.)

Kaupan alan kilpailu nousee esiin myös kohdeyrityksen toimitusjohtajan (2021) haastattelussa. Kaupan alalla laatutasoa halutaan nostaa, sillä pelkkä hintakilpailu ei enää yksistään riitä asiakkaiden valveutuneisuuden ja vaatimustason noustessa. Toimitusjohtaja näkee, että alalla nojautaan pitkälti perinteisiin toimintamalleihin ja reagoidaan hitaasti trendeihin ja kuluttajakäyttäytymisen muutoksiin. Näin ollen toimija, joka kykenee innovoimaan ja tuomaan nopeasti uusia, laadukkaita tuotteita markkinoille, voi myös hinnoitella tuotteensa muita vapaammin ja toimia muita kannattavammin. Toimitusjohtajan mukaan yrityksen toimialalla on myös tilaa uusille brändeille, mikä tarjoaisi mahdollisuuden saavuttaa kilpailuetua muihin yrityksiin nähden. (Toimitusjohtaja 2021.) Brändi voi tehdä myös itse yrityksestä houkuttelevamman ostokohteen, sillä brändin luominen vaatii usein vuosien työn, ja näin ollen siitä kannattaa myös maksaa. Mikäli taas mahdollisen ostajan olisi helppoa itse perustaa vastaavanlainen yritys ja tehdä siitä tuottava lyhyessä ajassa, ei valmiin yrityksen ostaminen välttämättä näyttäyty houkuttelevana. Toisin on silloin, kun myynnissä olevalla yrityksellä on brändi, johon liittyy vahvoja myönteisiä mielikuvia ja jolle asiakkaat ovat uskollisia. (Rantanen 2012, 121.)

4.1.2 Kohdeyrityksen strategia

Kohdeyritys on tehnyt hiljattain strategisia muutoksia toimintatapaansa. Kuluvan tilikauden aikana uutta strategiaa on päästy toteuttamaan ilman esteitä, kun koronapandemiaan liittyvät rajoitukset ovat vähitellen hellittäneet. Uuden strategian mukaisesta toimintatavasta on jo ennestään sen verran kokemusta, että se on todettu toimivaksi ja siihen halutaan panostaa jatkossakin. Kasvutavoitteet kuluvalle vuodelle ja lähivuosille onkin asetettu verrattain korkealle. Aiemmin kaikki tuotteet on valmistettu yrityksessä itse, mutta uuden strategian myötä tuotteita valmistetaan myös alihankkijoilla. Yhteistyökumppaneiden määrää on tarkoitus kasvattaa tulevaisuudessa. Uuden toimintamallin ansiosta kasvu vaatii nyt entistä vähemmän sitoutunutta pääomaa ja investointeja. (Toimitusjohtaja 2021.)

Yrityksen kilpailustrategian ytimessä ovat korkealaatuiset tuotteet ja tuotekehitykseen panostaminen. Ruokatrendeihin ja kuluttajien mieltymysten muutoksiin pyritään reagoimaan perinteisiä toimijoita nopeammin. Markkinoille halutaan tuoda innovatiivisia ja asiakkaiden kasvaviin laatuvaatimuksiin vastaavia tuotteita. Tuotekehitys, ketteryys ja jatkuva uudistuminen korostuvat uuden strategian myötä. Alihankkijoiden käyttö mahdollistaa yhteistyökumppaneiden vahvuuksien hyödyntämisen ja uusien tuotteiden tuomisen markkinoille nopealla aikataululla. Uuteen toimintamalliin liittyy toisaalta myös riskejä, joihin on varauduttava. Laadulla ja uutuusarvolla kilpailtaessa uhkana ovat mahdolliset kilpailevat toimijat, jotka alkavat valmistaa samankaltaisia tuotteita edullisemmalla hinnalla. Myös yhteistyökumppaneiden toimintaan liittyy riskejä, jotka tulee huomioida. Yhteistyön sujumiseen ja sopimussuhteisiin liittyy aina omat riskinsä. Lisäksi laaduntarkkailu on vaikeampaa, kun valmistus ei ole omissa käsissä. Laadun heikkenemiseen liittyy puolestaan maineriski, josta voi olla yritykselle pitkäaikaista haittaa. Laaduntarkkailuun ja raportointiin liittyvien yhtenäisten käytänteiden laatiminen tulee tulevaisuudessa todennäköisesti olemaan tarpeen. (Toimitusjohtaja 2021.)

Kasvuun liittyy uuden strategian myötä vähemmän riskejä, sillä alihankkijoiden käytön myötä kasvua saadaan aikaan ilman suuria käyttöomaisuusinvestointeja. Toisaalta tuotelanseerauksiin sitoutuu edelleen suuria määriä pääomaa, mikä näkyy ajoittain maksuvalmiuden heikkenemisenä. Alihankkijoilla valmistettavien tuotteiden hinnoittelussa on huomioitava, että kate jakaantuu kahden yrityksen kesken. Kaupan alalta tuleva hintapaine puolestaan vaikuttaa siihen, mille tasolle tuotteita voidaan hinnoitella. (Toimitusjohtaja 2021.)

4.2 Tilinpäätösanalyysi

Tässä luvussa tarkastellaan kohdeyrityksen kannattavuutta, vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta teoriaosiossa esiteltyjen tunnuslukujen avulla. Tarkastelujakso kattaa vuodet 2016–2020. Aineistona on käytetty myös vuoden 2015 tilinpäätöstä. Tilinpäätösanalyysin tarkoituksena on mahdollisten riskien ja kasvun edellytysten tunnistaminen. Tilinpäätösanalyysin kautta muodostuva kuva yrityksen taloudellisesta tilasta on strategisen analyysin ja johdon näkemysten ohella lähtökohtana tulevien kassavirtojen ennustamisessa. Tunnuslukujen avulla myös analysoidaan yrityksen kehitystä ja verrataan sitä muihin saman toimialan yrityksiin. Toimialakohtaisten tunnuslukujen lähteenä on käytetty Finnveran tilinpäätöstilastoa. Tilastossa on tarkasteltavien vuosien osalta 50–79 toimialan yrityksen tiedot vuoteen 2019 asti (Toimiala Online).

4.2.1 Kannattavuus

Kohdeyrityksen kannattavuutta tarkastellaan tulosprosenttien ja pääoman tuotto prosenttien avulla. Tunnuslukujen arvot esitetään alla taulukossa 2. Vuoden 2020 heikentyneiden kannattavuuslukujen taustalla on erityisesti koronapandemiaan liittyvien rajoitusten aiheuttama kysynnän lasku. Toimialavertailun mahdollistamiseksi tunnuslukujen yhteydessä esitetään myös toimialan mediaani ja yläkvartiili. Ainoastaan oman pääoman tuotto prosentille ei löydy toimialakohtaista tietoa Finnveran tilinpäätöstilastosta.

Taulukko 2. Kannattavuuden tunnusluvut.

	2016	2017	2018	2019	2020
Käyttökate-%	10,0 %	11,3 %	9,8 %	10,4 %	7,6 %
Toimialan yläkvartiili	11,7 %	10,6 %	10,7 %	7,6 %	
Toimialan mediaani	7,0 %	6,3 %	5,9 %	5,1 %	
Liiketulos-%	7,5 %	9,1 %	8,0 %	9,1 %	6,3 %
Toimialan yläkvartiili	7,2 %	6,8 %	6,7 %	5,3 %	
Toimialan mediaani	2,8 %	2,7 %	2,4 %	2,1 %	
Nettotulos-%	5,4 %	7,0 %	6,2 %	7,2 %	5,5 %
Toimialan yläkvartiili	4,7 %	4,3 %	4,9 %	3,6 %	
Toimialan mediaani	0,8 %	1,2 %	1,1 %	1,2 %	

ROI	34,0 %	39,4 %	36,6 %	44,6 %	19,8 %
Toimialan yläkvartiili	20,6 %	23,5 %	25,6 %	21,4 %	
Toimialan mediaani	4,4 %	9,7 %	7,5 %	7,2 %	
ROE	77,5 %	62,4 %	41,8 %	41,5 %	19,8 %

Käyttökateprosentti on pysynyt suunnilleen samalla tasolla vuoteen 2020 asti ja sijoittuu toimialan yläkvartiiliin tai hyvin lähelle sitä. Tarkastelujakson perusteella kulujen osuus suhteessa liiketoiminnan tuottoihin näyttäisi siis pysyvän melko samana, mikä helpottaa tulevien vapaiden kassavirtojen ennustamista. Toimialakohtaisessa tarkastelussa yrityksen tulosprosentteja voidaan pitää hyvinä. Huomioitava on, että yritys on saanut tarkastelujaksolla avustuksia muun muassa pysyvien vastaavien investointeihin. Koronapandemian aiheuttama kysynnän lasku vuonna 2020 on ollut äkillinen ja ennakoimaton, joten odotetusti myös kulujen karsiminen on ollut haastavaa.

Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysin (2017, 65) ohjearvojen mukaan yli 10 %:n liikevoittoprosenttia voidaan pitää hyvänä ja 5–10 % tyydyttävänä. Kohdeyrityksen liikevoittoprosentit jäävät alle 10 %:n, mutta tulkinnassa on huomattava, että tunnusluvun taso vaihtelee toimialoittain. Yleisiin suositusarvoihin on siis suhtauduttava varauksella. Nettotulosprosentti kertoo, kuinka suuri osuus tuloksesta jää omistajille, joten sen tavoitearvot riippuvat pitkälti omistajien tavoitteista voitonjaon ja pääomarakenteen vahvistamisen suhteen (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi, 65). Nettotulosprosenttiin vaikuttaa yrityksen pääomarakenne. Velkaisilla yrityksillä nettotulosta pienentää rahoituskulujen suuri määrä.

Salmi (2020, 181) esittää sijoitetun pääoman tuotolle seuraavat ohjearvot: yli 15 % hyvä, 5–14 % tyydyttävä ja alle 5 % heikko. Tämän perusteella kohdeyrityksen sijoitetun pääoman tuottoa voidaan pitää erinomaisena. Tunnusluvun arvot ylittävät reilusti myös toimialan mediaanin ja yläkvartiilin koko tarkastelujaksolla. Oman pääoman tuoton tulisi lähtökohtaisesti olla sijoitetun pääoman tuottoa parempi, sillä omistaja joutuu kantamaan velkojia suuremman riskin. Kohdeyrityksen oman pääoman tuottoaste on laskenut tasaisesti koko tarkastelujakson ajan. Tämä johtuu oman pääoman vahvistumisesta suhteessa vieraaseen pääomaan. Vuoden 2020 taseessa yrityksellä ei ole lainkaan pitkäaikaista vierasta pääomaa. Korkea oman pääoman tuotto erityisesti tarkastelujakson alussa kertoo, että yritys on onnistunut hyödyntämään velan vipuvaikutusta. Velkarahalla tehdyt investoinnit ovat siis tuottaneet rahoituskustannuksia enemmän. (Salmi 2020, 203.)

4.2.2 Vakavaraisuus ja maksuvalmius

Kohdeyrityksen vakavaraisuutta tarkastellaan omavaraisuusasteen ja nettovelkaantumisasteen (net gearing) kautta. Omavaraisuusasteen osalta lukuja verrataan myös toimialakotaisiin lukuihin, jotta nähdään poikkeavatko luvut toimialan keskimääräisestä pääomarakenteesta. Lisäksi alla olevassa taulukossa esitetään nettorahoituskulujen määrä käyttökatteeseen suhteutettuna. Lopuksi tarkastellaan maksuvalmiutta Quick Ration avulla.

Taulukko 3. Rahoituksen tunnusluvut.

	2016	2017	2018	2019	2020
Omavaraisuusaste	24,2 %	41,1 %	50,8 %	60,6 %	62,2 %
Toimialan yläkvartiili	29,1 %	31,5 %	42,7 %	41,7 %	
Toimialan mediaani	15,0 %	16,2 %	16,1 %	15,3 %	
Net gearing	1,3	0,3	-0,3	-0,5	-0,5
Nettorahoituskulut/ käyttökate-%	6,8 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	5,5 %
Quick Ratio	1,1	1,3	1,4	1,8	1,5

Kohdeyrityksen omavaraisuusaste on parantunut huomattavasti tarkastelujaksolla, ja niin kuin oman pääoman tuoton yhteydessä jo todettiin, ei yrityksellä ole lainkaan pitkäaikaista vierasta pääomaa vuoden 2020 taseessa. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysin (2017, 69) mukaan omavaraisuusastetta voidaan pitää hyvänä, kun sen arvo on yli 40 % ja tyydyttävä, kun arvon on 20–40 %:n välillä. Yrityksen tämänhetkistä omavaraisuusastetta voidaan siten pitää erinomaisena. Vuodesta 2018 lähtien omavaraisuusaste on ollut parempi kuin toimialan yläkvartiilissa. Onkin mahdollista, että yritys vahvistaa pääomarakennettaan myöhemmin tehtäviä investointeja varten.

Toisin kuin omavaraisuusasteessa, nettovelkaantumisasteessa huomioidaan ainoastaan korollinen vieras pääoma, josta vähennetään vielä likvidit varat. Nettovelkaantumisastetta pidetään hyvänä, kun sen arvo pienempi kuin 1 (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 71). Kohdeyrityksen nettovelkaantumisaste on ollut negatiivinen vuodesta 2018 lähtien eli yrityksen rahavarat ovat

ylittäneet korollisen velan määrän. Tämänkin perusteella yritystä voidaan pitää erittäin vakavaraisena. Analyysin perusteella voidaan todeta, ettei yrityksen pääomarakenteeseen liity erityisiä riskejä. Mikäli yritys tässä tilanteessa tarvitsisi vierasta pääomaa esimerkiksi investointien rahoittamisen, ei sen saamisen edullisilla ehdoilla pitäisi olla ongelma.

Nettorahoituskulut/käyttökateprosentti kertoo, kuinka suuri osuus käyttökatteesta tarvitaan rahoituskulujen kattamiseen. Nettorahoituskulut saadaan, kun rahoituskuluista vähennetään rahoitustuotot. Alma Talentin tunnuslukuoppaan mukaan tunnusluvun ohjeelliset arvot ovat seuraavat: alle 20 % hyvä, 20–29 % tyydyttävä, 30–39 % välttävä ja 40 % tai yli heikko (Nettorahoituskulut/käyttökate-%, n.d.). Kohdeyrityksen rahoituskulujen määrä on siis pysynyt koko tarkastelujakson ajan hyvällä tasolla. Korkeimmillaan arvo on ollut 6,8 % vuonna 2016. Pääomarakenteen vahvistaminen on ollut mahdollista, sillä käyttökatteesta vain pieni osa on kulunut vieraan pääoman kustannusten kattamiseen.

Maksuvalmiutta tarkastellaan tässä Quick Ration avulla. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysissä (2017, 75) annetaan Quick Ratiolle seuraavat ohjeelliset arvot: yli 1 hyvä, 0,5–1 tyydyttävä ja alle 0,5 heikko. Kohdeyrityksen Quick Ratio on tarkastelujakson kaikkina vuosina ylittänyt yhden, joten tunnusluvun valossa maksuvalmiuden kanssa ei ole ollut ongelmia. Quick Ration tulkinnassa tulee kuitenkin muistaa, että se kertoo ainoastaan maksuvalmiuden tilasta tilinpäätöshetkellä.

4.2.3 Kasvu

Alla olevassa taulukossa (4) esitettävien tunnuslukujen avulla tarkastellaan yrityksen toiminnan laajuutta ja kasvua. Kohdeyrityksen koosta ja toiminnan laajuudesta kertovat taseen loppusumma ja liikevaihto. Kasvua tarkastellaan liikevaihdon ja taseen muutosten kautta. Luvut ilmoitetaan tuhansina euroina.

Taulukko 4. Toiminnan laajuus ja kasvu.

1 000 €	2016	2017	2018	2019	2020
Liikevaihto	711	909	1 043	1 310	960
Toimialan mediaani	787	909	1 043	1 155	

Liikevaihdon muutos, %	16,3 %	27,8 %	14,7 %	25,6 %	-26,7 %
Toimialan yläkvartiili	8,4 %	10,0 %	9,2 %	14,0 %	
Toimialan mediaani	0,0 %	0,5 %	0,0 %	2,1 %	
Taseen loppusumma	308	325	375	448	493
Taseen muutos, %	29,8 %	5,5 %	15,5 %	19,3 %	10,2 %

Kohdeyrityksen liikevaihto on ollut tarkastelujaksolla hyvin lähellä toimialan mediaania. Kahtena vuonna se on itse asiassa ollut täsmälleen sama kuin toimialan mediaani. Yrityksen liikevaihto on kasvanut koko tarkastelujakson ajan lukuun ottamatta vuotta 2020, jolloin koronapandemia vaikutti toimintaedellytyksiin merkittävästi. Kasvu ei ole ollut tasaista, mikä joissain tapauksissa voisi kertoa kysynnän heilahtelusta ja liiketoiminnan riskisyydestä. Näin on erityisesti syklillisillä toimialoilla, kuten teollisuudessa ja rakentamisessa. Tässä tapauksessa todennäköisemmältä kuitenkin vaikuttaa, että kasvuprosentin vaihtelut liittyvät investointeihin ja tuotantokapasiteetin lisäykseen. Kun verrataan tasetta ja liikevaihtoa, nähdään, että taseen korkeita kasvulukuja seuraa seuraavana vuonna liikevaihdon korkea kasvu. Tämän perusteella voidaan olettaa, että investointien avulla on saatu lisättyä tuotantoa, mikä näkyy seuraavalla tilikaudella korkeina kasvulukuina, mutta tasaantuu myöhemmin.

Liikevaihdon kasvu on ollut huomattavasti toimialan mediaania ja yläkvartiilia voimakkaampaa, joten yrityksen tekemien strategisten valintojen voidaan olettaa tuottaneen tulosta. Mikäli yrityksen kilpailustrategia toimii myös tulevaisuudessa, on yrityksellä rahoitusasemansa puolesta hyvät edellytykset kasvuun jatkossakin. Vakavaraisuutensa ansiosta yrityksellä on taloudellista liikkumavaraa ja mahdollisuus hyödyntää velkarahoitusta investointien tekemiseksi.

4.3 Arvonmääritys kassavirtamenetelmällä

4.3.1 Liiketoiminnan vapaat kassavirrat

Kassavirtaennusteiden tueksi lasketaan liiketoiminnan vapaat kassavirrat vuosilta 2016–2020. Ne esitetään alla taulukossa 5. Käyttökateen osuus liikevaihdosta on pysynyt melko vakaana, joten ennustejakson käyttökateprosentti määritetään historiallisen jakson perusteella. Käyttökateprosenttien keskiarvoksi saadaan 10,28 %. Ennustejakson käyttökateprosentin oletetaan olevan 10 %. Menneiden vuosien keskiarvon käyttämiseen liittyy huomattavaa epävarmuutta etenkin, kun yritys on siirtymässä aiemmasta poikkeavaan toimintatapaan. Käyttökateprosentti ei siis välttämättä pysy ennallaan tulevina vuosina. Tästä syystä käyttökateprosentissa tapahtuvien muutosten vaikutusta tutkitaan myöhemmin herkkyyksianalyysin avulla.

Myös poistojen osuus käyttöomaisuudesta ja käyttöpääoman osuus liikevaihdosta on määritetty historiallisen jakson perusteella. Poistoprosenttien keskiarvoksi saadaan 15,57 %. Ennustejaksolla poistojen oletetaan olevan 16 % käyttöomaisuudesta. Samoin kuin historiallisella jaksolla, poistoihin tulee ennustejaksolla sisällyttämään poistoja rakennuksesta ja kalustosta. Käyttöomaisuuden osuus on historiallisella jaksolla ollut keskimäärin 10 % liikevaihdosta, ja käyttöpääoman tarpeen oletetaan pysyvän ennallaan. Käyttöomaisuuden määrää on sen sijaan arvioitu tarkastelemalla lähivuosia erikseen. Kohdeyrityksessä investoidaan kuluvana ja sitä seuraavana vuonna voimakkaasti, mutta investointitarpeen arvioidaan laskevan tulevaisuudessa. Näin oletetaan etenkin siitä syystä, että yritys on siirtymässä vähemmän käyttöomaisuutta vaativaan toimintamalliin. Tiedossa on, että yritys tulee saamaan investointiavustusta, joten investointeja ei ole huomioitu kassavirtalaskelmassa täysimääräisinä. (Toimitusjohtajan haastattelu 2021.)

Taulukko 5. Historiallisen jakson vapaat kassavirrat.

(1000 €)	2016	2017	2018	2019	2020
Liikevaihdon kasvu (%)	16,3 %	27,8 %	14,7 %	25,6 %	-26,7 %
EBITDA (%) liikevaihdosta	11,0 %	11,5 %	10,2 %	10,6 %	8,2 %
Poistot (%) käyttöomaisuudesta	14,5 %	15,6 %	16,9 %	16,8 %	14,0 %
Vero-%	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Käyttöomaisuus (%) liikevaihdosta	18,9 %	14,2 %	11,2 %	7,8 %	9,7 %
Käyttöpääoma (%) liikevaihdosta	9,7 %	10,4 %	9,0 %	8,8 %	12,1 %
Liikevaihto	711 107	909 102	1 043 146	1 310 016	960 059
- Operatiiviset kulut	632 958	804 867	936 786	1 171 496	881 606
= Käyttökate (EBITDA)	78 149	104 235	106 360	138 520	78 453
- Poistot	-19 541	-20 108	-19 759	-17 182	-13 029
= Liiketulos (EBIT)	58 608	84 127	86 601	121 338	65 424
- Liiketuloksen perusteella laskettavat verot	-11 722	-16 825	-17 320	-24 268	-13 085
= Tulos laskennallisten verojen jälkeen (NOPAT)	46 886	67 302	69 281	97 070	52 339
Käyttöomaisuus	134 560	129 206	116 734	102 052	92 997
Käyttöpääoma	69 223	94 784	93 683	115 486	115 836
Kassavirtalaskelma					
NOPAT	46 886	67 302	69 281	97 070	52 339
+ Poistot	19 541	20 108	19 759	17 182	13 029
-/+ Nettokäyttöpääoman muutos	-23 014	-25 561	1 101	-21 803	-350
-/+ Investoinnit	-21 062	-14 754	-7 287	-2 500	-3 974
= Liiketoiminnan vapaa kassavirta (FCFF)	22 351	47 095	82 854	89 949	61 044

Liikevaihdon kasvuennusteet perustuvat yrityksen johdon tavoitteisiin. Ennusteet on laadittu kuudelle vuodelle, jonka jälkeen liikevaihdon oletetaan kasvavan 2 % vuodessa. Ennustejaksoon on sisällytetty kolme terminaalijaksoa edeltävää vakaan kasvun vuotta. Vakiokasvuprosentti perustuu valtiovarainministeriön talousennusteisiin, joiden mukaan bruttokansantuote kasvaa vuonna 2021 2,6 %, vuonna 2022 2,5 % ja vuonna 2023 1,5 % (Taloudellinen katsaus 2021, 50). Vakiokasvuprosentin vaikutusta yrityksen arvoon tutkitaan myöhemmin herkkyyksianalyysin avulla. Ennustejakson kassavirtalaskelmat on esitetty alla taulukossa 6.

Taulukko 6. Ennustejakson vapaat kassavirrat.

(1000 €)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu (%)	129 %	59 %	29 %	33 %	33 %	25 %	2 %	2 %	2 %
EBITDA (%) liikevaihdosta	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Poistot (%) käyttöomaisuudesta	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Vero-%	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Käyttöomaisuus (%) liikevaihdosta	6 %	4 %	3 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Käyttöpääoma (%) liikevaihdosta	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Liikevaihto	2 200	3 500	4 500	6 000	8 000	10 000	10 200	10 404	10 612
- Operatiiviset kulut	1 980	3 150	4 050	5 400	7 200	9 000	9 180	9 364	9 551
= Käyttökate (EBITDA)	220	350	450	600	800	1 000	1 020	1 040	1 061
- Poistot	-20	-23	-21	-19	-19	-18	-16	-17	-17
= Liiketulos (EBIT)	200	327	429	581	781	982	1 004	1 024	1 044
- Verot	-40	-65	-86	-116	-156	-196	-201	-205	-209
= Tulos verojen jälkeen (NOPAT)	160	261	343	465	625	786	803	819	835
Käyttöomaisuus	128	145	130	120	120	110	102	104	106
Käyttöpääoma	220	350	450	600	800	1 000	1 020	1 040	1 061
Kassavirtalaskelma									
NOPAT	160	261	343	465	625	786	803	819	835
+ Poistot	20	23	21	19	19	18	16	17	17
-/+ Nettokäyttöpääoman muutos	-104	-130	-100	-150	-200	-200	-20	-20	-21
-/+ Investoinnit	-55	-40	-6	-9	-19	-8	-8	-19	-19
= Liiketoiminnan vapaa kassavirta	21	114	258	325	425	596	791	797	812

4.3.2 Diskonttaus korko

Listamattoman yrityksen beetakerroin voidaan määrittää toimialabeetan avulla, joka lasketaan listattujen verrokkiyritysten beetakerrointen pohjalta. Ennen keskiarvon laskemista verrokkiyritysten beetakertoimista eliminoidaan pääomarakenteen vaikutus. Näin saadaan beetakerroin, joka heijastelee ainoastaan toimialan operatiivista riskiä. Rahoitusriski riippuu kunkin yrityksen pääomarakenteesta, joten operatiivista riskiä heijasteleva beeta vivutetaan uudelleen kohdeyrityksen pääomarakenteen mukaisesti. Vivutuksessa tulisi käyttää samaa oman ja vieraan pääoman suhdetta kuin pääoman keskimääräiskustannusta laskettaessa. (Seppänen 2017, 237.) Yksi vaihtoehto

on olettaa pääomarakenteen vastaavan toimialan keskimääräistä pääomarakennetta. Vaihtoehtoisesti voidaan käyttää tavoitepääomarakennetta tai yrityksen kannalta optimaalisinta pääomarakennetta. (Damodaran 2002, 666.)

Damodaranin (2021a) määrittämä elintarviketeollisuuden toimialabeeta on 0,67. Toimialan keskimääräinen korollisten velkojen ja oman pääoman suhde on aineiston perusteella 19,48 %. Tässä oletetaan, että kohdeyrityksen tavoitepääomarakenne on lähellä toimialan keskimääräistä pääomarakennetta. Beetaa 0,67 voidaan siten käyttää ilman pääomarakenteen oikaisua.

Markkinoiden yleinen riskipremio koostuu markkinaportfolion tuoton ja riskittömän tuoton erotuksesta. Tässä käytetään Damodaranin (2021b) viimeisintä arviota Suomen markkinariskipremiosta, joka on 5,1 %. Johdonmukaisuuden vuoksi käytetään myös Damodaranin (2021c) WACC-laskelmissaan käyttämää riskitöntä tuottoa, joka on 0,93 %.

Kun edellä olevat tiedot sijoitetaan CAP-mallin kaavaan $E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$, saadaan oman pääoman tuottovaatimukseksi $0,93 + 0,67 \cdot 5,1 = 4,347$. Koska kyseessä on yksityinen yritys, voidaan käyttää laajennettua CAP-mallia ja lisätä edellä olevaan kaavaan 4–6 %:n listaamattomuuspremio. Näin oman pääoman kustannukseksi saadaan premion suuruudesta riippuen 8,347–10,347 %. Damodaranin (2021d) aineistosta löytyy myös eri toimialojen kokonaisbeetat. Eurooppalaisten yritysten tietojen pohjalta laskettu elintarviketeollisuuden kokonaisbeeta on 2,40. Keskimääräinen korollisten velkojen ja oman pääoman suhde on edellä mainittu 19,48 %. Kokonaisbeetalla CAP-malli antaa oman pääoman tuottovaatimukseksi $0,93 + 2,4 \cdot 5,1 = 13,17$. Näitä lukuja voidaan verrata vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tuottoon. Osakemarkkinoiden pitkän aikavälin tuotto on historiallisesti ollut keskimäärin 8–9 % vuodessa (Osakemarkkinoiden tuotto-odotus, n.d.). Listaamattomiin yrityksiin liittyy enemmän riskejä kuin likvideihin pörssiosakkeisiin, joten sijoittaja odottaa saavansa kohteesta enemmän tuottoa. Tämän valossa kokonaisbeetalla saatu oman pääoman tuottovaatimus eli 13,17 % vaikuttaa arvolta, joka heijastelee paremmin kohteeseen liittyviä riskejä vaihtoehtoiseen sijoituskohteeseen suhteutettuna.

WACC-laskelmassa yrityksen pääomarakenteen oletetaan vastaavan toimialan keskimääräistä pääomarakennetta. Näin pääomarakenne on yhteneväinen tässä käytettyjen beetakerrointen taustaoletusten kanssa. Vieraan pääoman kustannus on toimitusjohtajan (2021) arvion mukaan tällä hetkellä korkeintaan 2,5 %.

Pääoman keskimääräinen kustannus voidaan nyt laskea sijoittamalla edellä määritetyt arvot kaavaan $E/(D+E) \cdot r_E + D/(D+E) \cdot r_D \cdot (1 - T)$. Kun käytetään laajennetulla CAP-mallilla laskettua oman pääoman tuottovaatimusta ja 4 %:n listaamattomuuspreemiota, saadaan pääoman keskimääräiskustannukseksi $0,8 \cdot 8,347 \% + 0,2 \cdot 2,5 \% \cdot (1 - 0,2) = 7,078 \%$. Mikäli listaamattomuuspreemion oletetaan olevan 6 %, pääoman kustannukseksi saadaan 8,677 %. Käyttämällä kokonaisbeetan avulla määritettyä oman pääoman tuottovaatimusta pääoman keskimääräiskustannukseksi saadaan $0,8 \cdot 13,17 \% + 0,2 \cdot 2,5 \% \cdot (1 - 0,2) = 10,936 \%$.

PwC Suomi on julkaissut sivuillaan toimialakohtaiset pääoman keskimääräiskustannukset, joihin tässä saatuja arvoja voidaan verrata. Luvut on laskettu pääasiassa Helsingin pörssissä noteerattujen yhtiöiden tietojen pohjalta. Kulutustavarasektorilla WACC vaihtelee PwC Suomen arvion mukaan 6,2–7,4 %:n välillä. (Apua arvonmääritykseen 2021.) Edellä määritettiin kohdeyrityksen WACC toimialabeetan avulla laskettua oman pääoman tuottoa käyttäen ja arvoksi saatiin listaamattomuuspreemion suuruudesta riippuen 7,078–8,677 %. Voidaan kysyä, heijastelevatko nämä arvot riittävästi pieneen listaamattomaan yritykseen liittyvää riskiä, kun huomioidaan edellä esitetyt kulutustavarasektorin WACC:it. Kun lisäksi huomioidaan, mitä oman pääoman tuoton yhteydessä jo todettiin, katsotaan perustelluksi käyttää kokonaisbeetan avulla määritettyä pääoman keskimääräiskustannusta. Saatu arvo pyöristetään arvonmääritystä varten 11 %:iin.

4.3.3 Arvonmääritys vapaan kassavirran menetelmällä

Kohdeyrityksen arvonmääritys vapaan kassavirran menetelmällä on esitetty alla taulukossa 7. Tarvan ennustejakson kassavirrat on diskontattu kunkin vuoden kohdalla erikseen ja laskettu lopuksi yhteen. Terminaalijakson arvo on määritetty Gordonin mallin avulla ja diskontattu nykyarvoon siten kuin taulukon alla esitetään. WACC on 11 % sekä ennuste- että terminaalijaksolla. Tässä määritetyillä oletuksilla ennustejakson arvoksi saadaan 2 346 000 euroa ja terminaalijakson arvoksi 3 996 000 euroa. Liiketoiminnan arvo kokonaisuudessaan on siten 6 359 000 euroa. Terminaalijak-

son arvo muodostaa 63 % liiketoiminnan koko arvosta. Oman pääoman arvo saadaan, kun liiketoiminnan arvosta vähennetään korolliset velat, joiden määräksi arvioidaan tässä 400 000 euroa. Yrityksellä ei ole tällä hetkellä ei-operatiivisia varoja. Oman pääoman arvo näillä syöttötiedoilla on siten 5 959 000 euroa.

Taulukko 7. Kohdeyrityksen arvonmääritys kassavirtamenetelmällä.

Arvonmäärityshetki t=0	Tarkka ennustejakso t=1 - t=8									
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FCFF (1 000 €)	21	114	258	325	425	596	791	797	812	829
WACC		11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Nykyarvo	21	103	210	237	280	354	423	384	353	3 996
Ennustejakso	2 364									
Terminaalijakso	3 996									
= Liiketoiminnan arvo	6 359									
+ Ei-operatiiviset varat										
- Korolliset velat	-400									
= Oman pääoman arvo	5 959									

Terminaalijakso	
Nykyarvo t=8	
FCFF t=9	
Kasvu (%)	2 %
WACC (%)	11 %

$$\text{Ennustejakson arvo} = \frac{114}{(1 + 0,11)} + \frac{258}{(1 + 0,11)^2} + \frac{325}{(1 + 0,11)^3} + \dots$$

$$\text{Terminaaliarvo} = \frac{829}{0,11 - 0,02} \cdot \frac{1}{(1 + 0,11)^8}$$

4.3.4 Herkkyysanalyysi

Alla olevassa taulukossa 8 sensitiivisyysanalyysi tehdään ristiintaulukoimalla diskonttauskoron ja vakiokasvuprosentin arvot ja niiden vaikutus liiketoiminnan jäännösarvoon. Diskonttauskoron vaihteluväli on 10,0–12,0 % ja vakiokasvuprosentin 1,0–3,0 %. Kassavirran määrä pysyy vakiona. Terminaalijakson minimiarvo on herkkyysanalyysin perusteella 3 043 000 euroa ja maksimiarvo 5 523 000 euroa. Herkkyysanalyysistä nähdään, että terminaalijakson syöttöarvoilla on merkittävä vaikutus jäännösarvoon ja sitä kautta liiketoiminnan kokonaisarvoon. Herkkyysanalyysissä saadaan liiketoiminnan minimiarvoksi 5 389 000 euroa ja maksimiarvoksi 7 869 000 euroa.

Taulukko 8. Herkkyyksianalyysi vakiokasvuprosentin ja diskonttauskoron suhteen.

Kasvu (%)	Diskonttauskorko (%)				
	10,0 %	10,5 %	11,0 %	11,5 %	12,0 %
1,0 %	4 296	3 925	3 596	3 304	3 043
1,5 %	4 548	4 143	3 785	3 469	3 188
2,0 %	4 833	4 386	3 996	3 652	3 347
2,5 %	5 155	4 660	4 231	3 855	3 523
3,0 %	5 523	4 971	4 495	4 081	3 719
Kassavirta (FCFF)	829				
Minimiarvo	3 043				
Maksimiarvo	5 523				

Herkkyyksianalyysillä tarkastellaan myös käyttökateprosentin muutoksen vaikutusta liiketoiminnan kokonaisarvoon. Käyttökateprosentin vaihteluvälinä herkkyyksianalyysissä on 9–11 %. Muiden syötötietojen oletetaan pysyvän vakioina. Käyttökateprosentin osalta herkkyyksianalyysin tulokset esitetään alla taulukossa 9. Taulukosta nähdään, että jo yhden prosenttiyksikön muutoksella on merkittävä vaikutus arvonmäärityksen lopputulokseen. Liiketoiminnan arvoksi saadaan 5 624 000 euroa, kun käyttökateprosentti on 9 %, ja 7 094 000 euroa, kun käyttökate on 11 %. Näin ollen arvonmäärityksen luotettavuuden kannalta on erittäin tärkeää, että tulevien vuosien käyttökateen suuruus kyetään arvonmäärityshetkellä ennustamaan mahdollisimman tarkasti.

Taulukko 9. Herkkyyksianalyysi käyttökateprosentin suhteen.

	Käyttökate				
	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %	11,0 %
Ennustejakso	2 046	2 205	2 364	2 522	2 681
Terminaalijakso	3 578	3 787	3 996	4 204	4 413
Liiketoiminnan arvo	5 624	5 992	6 359	6 726	7 094

4.4 Kassavirtamenetelmällä saadun tuloksen tarkastelu

Kohdeyrityksen arvon määrittäminen vähintään kahdella eri menetelmällä olisi mahdollistanut saatujen arvojen vertailun, mikä puolestaan olisi parantanut arvonmäärityksen luotettavuutta (Niemelä 2013, 142–143). Jotta kassavirtamenetelmän antamalle arvolle saataisiin vertailukohtia, tarkastellaan sitä eräänlaisina arvonmäärityksen peukalosääntöinä käytettyjen takaisinmaksuaikojen ja toisaalta yksittäisten tunnuslukujen valossa. Käytettäessä takaisinmaksuaikoihin perustuvia kertoimia lähtökohtana on yrityksen ostajan tilanne ja tämän käytössä olevat rahoituksen lähteet. Ostajana voi olla esimerkiksi yksityishenkilö, pääomasijoittaja tai suurempaa markkinaosuutta havitteleva kilpaileva yritys. Yksityishenkilöiden ja pienempien yritysten maksukykyä rajoittaa yleensä yrityksen oston saadun lainan suuruus ja takaisinmaksuaika. Arvonmäärityksessä käytettävät takaisinmaksukertoimet ovat yleensä 2–6 vuotta. Takaisinmaksukertoimella kerrotaan yleensä joko EBITDA eli käyttökate tai EBIT. Mikäli ostajana on isompi yritys, jonka arvioidaan saavan kaupasta merkittäviä synergiaetuja ja jolla on käytössään rahoitusta myös omasta takaa, voi takaisinmaksuaika olla vastaavasti pidempi. (Rantanen 2012, 84–85.)

Kohdeyrityksen tapauksessa voidaan aluksi yksinkertaisesti laskea seuraavan kuuden vuoden ennustetut käyttökatteet yhteen. Summaksi saadaan 3 420 000, mikä on lähes kolme miljoonaa vähemmän kuin kassavirtamenetelmällä saatu arvo. Jos taas oletetaan, että yritys myydään vasta vuonna 2025 ja ennakoitua kasvu- ja käyttökate-ennusteet pitävät paikkaansa, saadaan summaksi hieman päälle 6 miljoonaa. Tällä hetkellä kohdeyritys näyttäisi siis olevan lainarahoitukseen nojautuvalle ostajalle liian kallis ja ehkä myöskin liian riskinen sijoituskohde. Kassavirtamenetelmällä saatu arvo nousee korkeaksi, sillä tulevaisuuden kasvutavoitteet on asetettu korkealle. Mikäli yrityksessä onnistutaan valitun strategian toteuttamisessa ja päästään asetettuihin kasvutavoitteisiin, on yrityksen myyminen 4–5 vuoden päästä helpompaa sikäli, että yritys tuottaa kauppahinnan takaisin nopeamassa ajassa eikä tulevien vuosien voittoihin liity ostajan näkökulmasta yhtä paljon epävarmuutta kuin tällä hetkellä.

Yrityksen hintaa voidaan arvioida myös kassavirtamallia karkeammalla diskonttausmenetelmällä siten, että määritetään ensin keskimääräinen vuotuinen tulos valitulle ajanjaksolle ja diskonttataan sitten tulokset tuottovaatimuksella (Vilkkumaa 2010, 127). Laskelman voi tehdä nopeasti Excelin NA-funktiolla. Kohdeyrityksen tapauksessa keskimääräiseksi vuotuiseksi tulokseksi saadaan ennusteiden pohjalta 744 000 euroa, kun ajanjaksona on kymmenen vuotta. Kun tuottovaatimus on

sama kuin kassavirtamenetelmällä tehdyssä arvonmäärittämisessä eli 11 %, saadaan arvoksi noin 4,4 miljoonaa. Kun ajanjaksona on kymmenen vuoden sijaan 20 vuotta, keskimääräiseksi vuotuiseksi tulokseksi saadaan 773 000 euroa ja yrityksen arvoksi noin 6 miljoonaa. Tämä arvo on jo hyvin lähellä kassavirtamenetelmällä saatua tulosta. Vertailulaskelman perusteella voidaan suhtautua luottavaisemmin siihen, että kassavirtamenetelmän soveltamisessa ei ole tapahtunut virheitä. Sen perusteella ei kuitenkaan voida päätellä, että yrityskauppa voisi käytännössä toteutua kassavirtamenetelmän antamalla arvolla.

Arvonmäärittämisestä on mahdollista arvioida myös markkinaperusteisten tunnuslukujen avulla. Yleisesti tunnuslukuja käytetään lähinnä julkisesti noteerattujen yhtiöiden arvonmäärittämisessä. Tunnusluvut mahdollistavat yrityksen arvostustason vertaamisen muihin toimialan yrityksiin. Listaamattomien yritysten kohdalla ongelmana on vertailuaineiston puuttuminen. Mikäli listaamattoman yrityksen arvostusta verrataan listattuihin yrityksiin, tulee huomioida listaamattomuudesta johtuva alennus yrityksen arvossa. Yksi käytetyimmistä tunnusluvuista on P/E-luku, joka saadaan jakamalla yrityksen oman pääoman markkina-arvo nettotuloksella. Tunnusluku kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys tuottaisi markkina-arvonsa verran voittoa, kun nettotuloksen oletetaan pysyvän samana kuin arvonmäärittämisajankohdalla. Tuloksinassa on huomioitava, että eri elinkaaren vaiheissa olevat yritykset saavat eri suuruista P/E-lukuja. Kasvuyritysten P/E-luvut ovat tyypillisesti korkeita. (Kallunki & Niemelä 2004, 65–71.) P/E-luvun rinnalla käytetään joskus Peg-lukua, mikä huomioi myös yrityksen kasvun. Peg-luku saadaan jakamalla yrityksen P/E-luku ennakoitulla tuloskasvuprosentilla. Peg-luku saa arvon 1, kun P/E-luku ja kasvuprosentti ovat samansuuruiset. Tunnusluvun ollessa suurempi kuin 1 osake on mahdollisesti liian korkealle hinnoiteltu. Vastaavasti arvon ollessa pienempi kuin 1 voidaan osaketta pitää edullisena. (Kaisanlahti ym. 2017, 226–227.)

Kohdeyrityksen P/E-luvuksi saadaan 38, kun käytetään kassavirtamenetelmällä määritettyä oman pääoman arvoa ja kuluvan vuoden arvioitua nettotulosta. Toimialakohtaisen aineiston puuttuessa lukua voidaan verrata esimerkiksi Helsingin Pörssiin listattujen yhtiöiden P/E-luvun mediaaniin, joka on vuosina 2012–2016 vaihdellut 12,9–16,5 välillä (P/E-luku, n.d.). Kohdeyrityksen P/E-luku on näiden lukujen valossa selvästi korkealla tasolla. Peg-luku lasketaan tässä siten, että tuloksen kasvuprosenttina käytetään vuosien 2022–2026 ennakoitua keskiarvoa, joka on 38 %. Vuoden

2021 arvioitu kasvuprosentti on poikkeuksellisen korkea (208 %), mikä johtuu pitkälti koronapandemian heikentämästä edeltävän vuoden tuloksesta. Tästä syystä sitä ei huomioida keskiarvon laskeutumisessa. Kohdeyrityksen P/E-luku ja tuloksen kasvuprosentti ovat täsmälleen samansuuruiset, joten Peg-luvuksi saadaan 1. Tunnusluvun perusteella yrityksen arvostus on kasvuun nähden oikealla tasolla. Tämä tukee jossain määrin arvonmäärityksen lopputulosta, mutta edelleen on muistettava, että mikään tunnusluku ei yksistään huomioi kaikkia yrityskauppatilanteessa vaikuttavia tekijöitä.

Paljon käytettyjä tunnuslukuja ovat myös EV/EBIT ja EV/EBITDA. Tässä tarkemmin käsiteltävä EV/EBIT saadaan jakamalla yritysarvo eli vieraan ja oman pääoman arvo liikevoitolla. EV/EBIT-luku huomioi P/E-lukua paremmin yrityksen velkaisuuden. Muutoin tunnuslukujen sisältämä informaatio on pitkälti samaa, joten ne myös saavat saman suuntaisia arvoja. (Kallunki & Niemelä 2004, 80–82.) Kohdeyrityksen EV/EBIT-luvuksi saadaan 32. PwC Suomen mukaan EV/EBIT-luvun mediaani kulutustavarasektorilla on tällä hetkellä 17,5 (Apua arvonmääritykseen 2021). Kohdeyrityksen EV/EBIT on siis verraten korkea samoin kuin oli P/E-luvun laita. Edellä käsiteltyjen tunnuslukujen valossa kohdeyritys vaikuttaa tyypilliseltä kasvuyritykseltä. Arvostus on verraten korkealla tasolla, mutta toisaalta taustalta löytyvät korkeat kasvutavoitteet. Kattavan vertailuaineiston puuttuessa tunnuslukujen pohjalta voidaan kuitenkin tehdä vain suuntaa antavia johtopäätöksiä.

5 Johtopäätökset ja pohdinta

5.1 Tutkimuksen kulku

Tutkimuksen tavoitteena oli perehtyä arvonmäärityksen teoriaan ja määrittää elintarvikealalla toimivan kohdeyrityksen arvo kassavirtamenetelmää hyödyntäen. Lisäksi tavoitteena oli tarkastella kriittisesti menetelmällä saatua lopputulosta ja pohtia, mitkä tekijät puoltavat mahdollisen yrityskaupan toteutumista kyseisellä hinnalla ja minkä tekijöiden valossa kauppahinta voisi mahdollisesti poiketa siitä. Arvioinnissa on otettu huomioon se, että mahdollinen yrityskauppa toteutuu aikaisintaan muutaman vuoden kuluttua. Kohdeyrityksen johdon näkökulmasta tarkkaa hinta-arviota oleellisempaa onkin hyvin dokumentoitu ja perusteltu arvonmääritysprosessin kuvaus. Opinnäytetyön tuloksia voidaan hyödyntää kohdeyrityksessä mahdolliseen yrityskauppaan valmistautumisessa.

Tutkimus toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Aineistona käytettiin kohdeyrityksen tilinpäätöstietoja vuosilta 2015–2020, Finnveran tilinpäätöstilastoja sekä kohdeyrityksen toimitusjohtajan haastattelua. Tilinpäätöstietoja ja -tilastoja hyödynnettiin tilinpäätösanalyysissä ja toimitusjohtajan haastattelua strategisen analyysin ja kassavirtaennusteiden laatimisessa. Strategisessa analyysissä lähteenä käytettiin myös elintarviketeollisuuden toimialaraporttia. Tutkimuksen tietoperusta koottiin teoria- ja ammattikirjallisuuden pohjalta. Kirjallisuutta haettiin pääasiassa Jyväskylän ammattikorkeakoulun Janet-hakupalvelusta sekä Itä-Suomen yliopiston UEF Primo-hakupalvelusta. Kaikkien kirjastojen tarjontaa tutkittiin Finna-hakupalvelusta. Tieteellisiä artikkeleita haettiin Ebsco Business Source Elite -tietokannasta, mutta käytetyillä hakusanoilla ei löydetty opinnäytetyön tavoitteeseen sopivia artikkeleita. Tiedonhaun hakusanoina käytettiin muun muassa termejä *arvonmääritys*, *tilinpäätösanalyysi*, *yrityskauppa*, *strategia* sekä englanninkielisiä termejä *valuation*, *business valuation*, *discounted cash flow* ja *free cash flow*.

Arvonmäärityksessä noudatettiin Kallungin ja Niemelän (2004, 23) kuvaamia arvonmääritysprosessin vaiheita, jotka ovat strateginen analyysi, tilinpäätösanalyysi ja tulevan kehityksen ennakointi. Strategisessa analyysissä tarkasteltiin yrityksen tulevaan menestykseen mahdollisesti vaikuttavia ulkoisia ja sisäisiä tekijöitä. Kohdeyrityksen strategian vahvuuksia ja siihen liittyviä riskejä tarkasteltiin toimitusjohtajan haastattelun pohjalta. Strategisessa analyysissä pyrittiin pitäytymään arvonmäärityksen kannalta keskeisimmissä asioissa. Elintarvikealan haasteita ja mahdollisuuksia käsiteltiin lyhyesti toimialaraportin kautta.

Tilinpäätösanalyysissä kohdeyrityksen taloudellista tilaa tarkasteltiin kannattavuutta, vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta kuvaavien tunnuslukujen avulla. Kannattavuutta analysoitiin tulosprosenttien ja pääoman tuoton kautta. Kohdeyrityksen tulosprosentit sijoittuivat tarkastelujaksolla toimialan yläkvartiiliin yläpuolelle tai lähelle sitä. Sijoitetun pääoman tuotto oli puolestaan koko tarkastelujaksolla huomattavasti toimialan yläkvartiilia parempi. Kannattavuuden tunnusluvut olivat hyviä myös suhteessa yleisiin tavoitearvoihin. Kohdeyrityksen vakavaraisuus oli erinomaisella tasolla, mikä tarjoaa taloudellista liikkumavaraa ja mahdollistaa muun muassa tulevien investointien rahoittamisen edullisella velkarahalla. Myös maksuvalmiuden tunnuslukujen todettiin olevan hyviä, joskin valittu tunnusluku eli Quick Ratio kertoo ainoastaan rahoituksen riittävydestä tilinpäätöshetkellä. Erityisesti mittavat tuotelanseeraukset asettavat haasteita kohdeyrityksen maksuvalmiudelle (Toimitusjohtajan haastattelu 2021).

Tilinpäätösanalyysissä tarkasteltiin myös kohdeyrityksen toteutunutta kasvua. Tarkastelujakson kasvuprosenttien todettiin olevan huomattavasti toimialan yläkvartiilia korkeammalla tasolla. Tätä voidaan pitää merkinä siitä, että yrityksen strategiset valinnat ovat onnistuneet ja tuottaneet tuloa. Historialliset kasvuprosentit lisäävät kohdeyrityksen kasvutavoitteiden uskottavuutta ja voivat näin ollen auttaa perustelemaan korkeamman hintapyynnön yrityskauppatilanteessa. Tilinpäätösanalyysi kokonaisuudessaan osoittaa, että lähtökohdat tulevalle kasvulle ovat hyvät: toiminta on kannattavaa ja vakavaraisuuden ansiosta yrityksen taloudellinen tila on vakaa. Maksuvalmiuteen tulee kuitenkin kiinnittää tuotelanseerausten yhteydessä huomiota, jottei ajoittaisesta kassavajeesta aiheudu tarpeettomia kustannuksia.

Arvonmääritysmenetelmäksi valittiin teoriakirjallisuuden pohjalta diskontattujen kassavirtojen menetelmä (DCF, discounted cash flow). Menetelmää hyödynnettiin epäsuorasti eli ensin määritettiin yrityksen liiketoiminnan arvo, josta oman pääoman arvo saatiin vähentämällä korollisten velkojen määrä. Tulevan kehityksen ennakkoinnissa nojaututtiin kohdeyrityksen johdon asettamiin kasvutavoitteisiin. Kulujen osuuden arvioinnissa hyödynnettiin myös historiallisen jakson kassavirtalaskelmia. Yksityiskohtaiset kassavirtaennusteet laadittiin kuudelle vuodelle. Tarkan ennustejakson aikana kohdeyrityksessä pyritään aikaansaamaan vahvaa kasvua: tavoiteltu vuotuinen kasvuprosentti on vähintään 25 %. Kasvuvaiheen jälkeen yrityksen oletetaan siirtyvän vakaan kasvun vaiheeseen, jossa vuotuinen kasvu on 2 %. Ennustejaksoon sisällytettiin myös kolme vakaan kasvun vuotta, joiden kohdalla vuotuinen kasvuprosentti vastaa terminaalijakson vakiokasvuprosenttia.

Kassavirtalaskelmien jälkeen määritettiin diskonttauskorko. Epäsuorassa menetelmässä diskonttauskorkona käytetään WACC:ia eli pääoman painotettua keskimääräiskustannusta. Ennen WACC:in laskemista määritettiin vieraan ja oman pääoman tuottovaatimukset. Vieraan pääoman kustannuksena käytettiin toimitusjohtajan arviota olemassa olevien lainojen kustannuksista. Oman pääoman tuottovaatimus määritettiin CAP-mallin avulla. Yrityksen pääomarakenteen oletettiin vastaavan toimialan keskimääräistä pääomarakennetta. Pääoman painotetuksi keskimääräiskustannukseksi saatiin 11 %. Syöttöarvojen määrittämisen jälkeen tarkan ennustejakson kassavirrat diskontattiin nykyarvoon ja laskettiin yhteen. Tämän jälkeen määritettiin liiketoiminnan terminaaliarvo niin sanotun Gordonin eli jatkuvan kasvun mallilla. Laskemalla yhteen tarkan ennustejakson

ja terminaali-jakson arvot saatiin liiketoiminnan kokonaisarvo. Oman pääoman arvo saatiin, kun liiketoiminnan arvosta vähennettiin korollisten velkojen määrä. Arvonmäärityksen lopputulosta käsitellään tarkemmin seuraavassa luvussa.

Arvonmäärityksen yhteydessä on tavallista määrittää tuottoarvon lisäksi yrityksen substanssi- eli realisointiarvo. Substanssiarvoa voidaan myyjän näkökulmasta pitää yrityksen vähimmäishintana. Tulosta tekevän yrityksen tuottoarvo kuitenkin pääsääntöisesti ylittää substanssiarvon. Yrityskauppojen yhteydessä tätä substanssivarallisuuden päälle tulevaa arvoa kutsutaan goodwill-arvoksi. (Rantanen 2012, 78.) Kohdeyrityksen kohdalla lähtökohtaoletuksena on ollut, että tuleva ostaja on valmis maksamaan yrityksestä taseessa näkyviä omaisuuseriä enemmän. Näin ollen substanssiarvon tarkkaa määrittämistä ei tässä opinnäytetyössä katsottu välttämättömäksi.

5.2 Tulosten tarkastelu

Vapaan kassavirran menetelmällä kohdeyrityksen liiketoiminnan arvoksi saatiin 6 359 000 euroa. Kokonaisarvosta 37 % muodostui tarkan ennustejakson ja 63 % terminaali-jakson kassavirroista. Arvonmäärityksen lopputuloksen arvioinnin tueksi tehtiin herkkyysanalyysit, joilla tarkasteltiin vakio-kasvuprosentin ja diskonttauskoron sekä käyttökateprosentin muutosten vaikutusta liiketoiminnan kokonaisarvoon. Herkkyysanalyysien perusteella voidaan todeta, että kassavirtamenetelmällä saatuun arvoon liittyy huomattavaa epävarmuutta. Mikäli esimerkiksi diskonttauskoron oletetaan olevan 12 %, saadaan liiketoiminnan arvoksi 5 711 000 euroa. Tai jos muiden tekijöiden pysyessä vakioina, terminaali-jakson kasvuprosentin oletetaan olevan 3 %, saadaan liiketoiminnan arvoksi 6 859 000 euroa. Myös käyttökateprosentin vaikutus yrityksen arvoon on merkittävä. Käyttökateprosentin vaihteluvälillä 9–11 % liiketoiminnan arvoksi saadaan 5 624 000–7 094 000 euroa. Kahden prosenttiyksikön ero aiheuttaa siis noin 1,5 miljoonan euron arvonmäärityksen lopputuloksessa. Herkkyysanalyysit osoittavatkin hyvin, miksi arvonmäärittäjillä ei ole tapana esittää yrityksen hinnaksi eksaktia arvoa vaan vaihteluväli, jolle yrityksen hinnan arvioidaan asettuvan. Kohdeyrityksen tapauksessa vaihteluvälin arvioidaan olevan vähintään 500 000 suuntaansa eli liiketoiminnan arvo voisi mahdollisesti asettua 5 859 000–6 859 000 euron välille.

Kassavirtamallilla saatua arvoa tarkasteltiin lopuksi karkeampien arvonmääritysmenetelmien avulla. Näin saatiin vahvistusta sille, että kassavirtamenetelmän soveltamisessa ei ole tapahtunut arvonmäärityksen lopputulokseen merkittävästi vaikuttavia virheitä. Luotettavuutta olisi lisännyt

myös toisen kehittyneen arvonmäärittämenetelmän hyödyntäminen kassavirtamenetelmän rinnalla. Näin olisi voitu vertailla paitsi menetelmillä saatuja arvoja, myös sitä kuinka herkkiä käytetyt menetelmät ovat syöttöarvojen muutoksille. Kassavirtamenetelmällä saatua arvoa tarkasteltiin myös yksittäisten tunnuslukujen avulla. Käytettävissä ei kuitenkaan ollut toimialakohtaista vertailuaineistoa, joten tarkastelulla saatiin lähinnä suuntaa antava näkemys yrityksen arvosta suhteessa yleiseen hintatasoon. Tunnuslukujen valossa yrityksen arvostus vaikutti korkealta, minkä toisaalta todettiin olevan tyypillistä voimakkaasti kasvaville yrityksille. Mikäli yrityskauppa pyrittäisiin toteuttamaan tässä hetkessä, olisi kassavirtamenetelmällä saatu arvo liian korkea ainakin lainarahoituksen kanssa liikkeellä olevalle ostajalle. Kasvuyrityksen kohdalla joudutaan myös erityisen tarkkaan pohtimaan sitä, kuinka suuret kasvuodotukset ovat perusteltuja ja missä määrin riskien sekä tulevaisuuteen liittyvän epävarmuuden tulisi näkyä yrityksen hinnassa.

Edellä mainitut seikat huomioiden voidaan todeta, että yrityksen myyminen tulee mahdollisesti olemaan helpompaa 4–5 vuoden päästä. Tällöin yrityksen kasvu on todennäköisesti jo hieman taantunut. Toki yrityskauppojen toteutuminen edellyttää sellaisen ostajan löytymistä, jonka strategiaan tai tulevaisuuden suunnitelmiin yrityskauppa sopii. Vakaan taloudellisen tilan ja toimivan strategian lisäksi myös yrityksen brändillä voi olla arvoa yrityskauppatilanteessa. Brändityöhön panostamisesta voisikin olla kohdeyritykselle etua myös mahdollista yrityskauppaa ajatellen.

5.3 Arvonmäärittäksen haasteet

Omat haasteensa listaamattoman yrityksen arvonmäärittäykseen tuo se, että käytettävissä olevista menetelmistä monet on kehitetty julkisesti noteerattujen yhtiöiden hinnoitteluun ja arviointiin. Markkinaperusteisia tunnuslukuja käytetään paljon pörssiyritysten arvonmäärittäyksessä erityisesti niiden helppokäyttöisyyden vuoksi (Kallunki & Niemelä 2004, 65). Niiden hyödyntäminen kuitenkin edellyttää, että kohteena olevan yrityksen markkina-arvo on tiedossa. Näin ollen ne sopivat huonosti listaamattomien yritysten arvonmäärittäykseen. Luvussa 4.4 käytettiin muutamaa tällaista tunnuslukua kassavirtamenetelmällä saadun arvon tarkastelemiseen. Kovin pitkälle meneviä päätelmiä ei tässäkään kuitenkaan voitu tehdä, sillä kattavaa, toimialavertailun mahdollistavaa aineistoa ei ollut saatavilla.

Arvonmäärittäykseen kuuluu kokonaisuudessaan paljon osatekijöitä, joita ei tässä opinnäyteydessä ole ollut mahdollista tarkastella. Pelkästään erilaisten matemaattisten mallien hallitseminen ei

vielä riitä, kun yrityksen arvoa käytännössä määritetään. Arvonmääritysmenetelmien luotettavuus riippuu täysin siitä, kuinka hyvin syöttötietojen määrittämisessä on onnistuttu. Tärkeintä siis on, että yrityksen strategisia tavoitteita ja menestymisen mahdollisuuksia on pohdittu huolella, ja että kassavirtaennusteet ovat realistisia eivätkä esimerkiksi liiketoiminnan riskeihin nähden ylioptimistisia. Opinnäytetyön rajauksesta johtuen tässä on keskitytty pitkälti kassavirtamenetelmän teoriaan ja sen soveltamiseen. Kohdeyrityksen strategisessa analyysissä pysyteltiin tarkoituksella keskeisimmässä seikoissa. Kassavirtaennusteissa taas nojaututtiin täysin yrityksen johdon tavoitteisiin ja toteutuneiden vuosien kulurakenteeseen. Nämä seikat on huomioitava, kun arvioidaan arvonmäärittämislopputuloksen luotettavuutta. Kassavirtaennusteille olisi saatu perustellumpi pohja esimerkiksi erilaisia skenaarioita ja mahdollisten riskien vaikutusta tutkimalla.

Kassavirtaennusteiden ohella diskonttauskorolla on merkittävä vaikutus arvonmäärittämislopputulokseen ja sen luotettavuuteen. Kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä diskonttauskorona käytettiin WACC:ia eli pääoman painotettua keskimääräiskustannusta. WACC:in laskeminen edellyttää vieraan ja oman pääoman tuottovaatimuksen sekä yrityksen pääomarakenteen määrittämistä. Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämistä pidetään yleisesti yhtenä rahoitusteorian haasteellisimmista osa-alueista. Erityisesti CAP-mallissa tarvittavan beetakertoimen määrittämiseen liittyy ongelmia, joita sivuttiin lyhyesti teoriaosiossa. Lisäksi CAP-mallin taustaoletuksena on, että sijoittaja kykenee hajauttamaan portfolionsa tehokkaasti. Tämä ei käytännössä pidä paikkaansa etenkin yrityskauppatilanteissa. (Niemelä 2013, 147–156.) Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen CAP-mallilla edellyttää yrityskohtaisen beetakertoimen lisäksi riskittömän sijoituskohteen tuoton ja markkinaportfolion odotetun tuoton määrittämistä. Riskittömän sijoituskohteen tuoton määrittely historiallisesti poikkeuksellisten alhaisten korkojen aikana edellyttää arvonmäärittäjältä harkintaa. Riskittömän tuoton määrittäminen todellisen korkotason mukaan voi käytännössä johtaa liian alhaiseen diskonttauskoroon (Niemelä 2013, 150). WACC:in taustalla on siis useita osatekijöitä, joiden määrittäminen edellyttää valintojen ja arvioiden tekemistä. Tehdyt valinnat ja niiden perusteet on kohdeyrityksen arvonmäärittämislopputuloksen osalta pyritty tuomaan mahdollisimman selkeästi esille, jotta lukija voi arvioida niiden osuvuutta. On hyvin mahdollista, että toinen arvonmäärittäjä olisi tässäkin päättänyt eri suuruiseen diskonttauskoroon.

5.4 Tutkimuksen luotettavuuden arviointi

Luotettavuuden käsitteitä ja laadullisen tutkimuksen luotettavuusarviointia käsiteltiin teoriakirjallisuuden pohjalta luvussa 2.5.2. Luotettavuuden perustana on erityisesti tutkimuksen kaikkien vaiheiden huolellinen dokumentaatio, johon on pyritty myös tässä opinnäytetyössä. Dokumentoinnin pohjalta lukijan on mahdollista varmistua tutkijan tekemien johtopäätösten ja tulkintojen oikeellisuudesta. Vaikka laadullisessa tutkimuksessa ei yleensä oletetakaan, että aineistoa voidaan tulkita vain yhdellä tavalla, tulee tutkijan päättelyn olla perusteltua ja läpinäkyvää. Tutkimuksen mahdolliset puutteet, tuloksiin liittyvät epävarmuudet ja luotettavuutta mahdollisesti heikentävät seikat on tuotava esiin tulosten arvioinnin yhteydessä. Tässä opinnäytetyössä tehdyt valinnat ja oletukset on pyritty avaamaan ja perustelemaan mahdollisimman kattavasti, jotta lukijan on mahdollista arvioida niiden osuvuutta. Arvonmääritysmenetelmiin liittyviä ongelmakohtia ja epävarmuuksia käsiteltiin jo edellisessä luvussa, eikä niitä ole tarpeen toistaa tässä yhteydessä. Arvonmäärityksen luotettavuutta pyrittiin parantamaan tarkastelemalla kassavirtamenetelmällä saatua tulosta arvonmäärityksessä käytettävien karkeampien menetelmien ja tunnuslukujen valossa. Kohdeyrityksen strategisessa analyysissä pitäydyttiin tarkoituksella keskeisimmissä seikoissa. Syvällisempi strateginen analyysi olisi kuitenkin tarjonnut tukevamman perustan arvioiden ja ennusteiden tekemiseen sekä arvomäärityksen lopputuloksen arvioimiseen.

Yleistettävyyttä voidaan laadullisen tutkimuksen tapauksessa tarkastella siirrettävyyden käsitteen avulla. Kun tutkittava ilmiö ja sen konteksti kuvataan riittävän tarkasti, on lukijan mahdollista arvioida, missä määrin tulokset ovat siirrettävissä johonkin toiseen kontekstiin. Tässä käytettyjä arvonmääritys- ja analyysimenetelmiä käytetään laajasti niin listattujen kuin listaamattomien yritysten arvonmäärityksessä. Menetelmien luotettavuus riippuu kuitenkin hyvin pitkälle arvonmäärittäjän tekemistä ennusteista ja lähtökohtaoletuksista. Itse kassavirtamenetelmän soveltaminen on varsin suoraviivaista siinä vaiheessa, kun pohjatyö on tehty. Eniten aikaa vie malliin syötettävien arvojen määrittäminen. Syöttötietojen määrittäminen on samalla myös arvonmäärityksen luotettavuuden ja paikkansapitävyyden kannalta kriittisin vaihe, sillä virheellisillä arvioilla ja ennusteilla on merkittävä vaikutus yrityksen arvoon. Näin ollen nämä tekijät on käytävä jokaisen arvonmäärityksen kohdalla erikseen läpi ja tarkasteltava tapauskohtaisesti.

Lähteet

- Apua arvonmäärittämiseen. 2021. Viitattu 5.6.2021. PwC Suomen verkkosivut. <https://www.pwc.fi/fi/palvelut/yritysjarjestelyt/arvonmaaritys/valuation-corner.html>.
- Bäck, J., Karsio, T., Markula, E-M. & Palmu, M. 2009. Due diligence. Onnistuneen yrityskaupan edellytys. Helsinki: KHT-Media.
- Damodaran, A. 2002. Investment valuation. Toinen painos. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. 2021a. Levered and Unlevered Betas by Industry: Europe. Damodaran Online -sivusto. Viitattu 29.5.2021. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Damodaran, A. 2021b. Country Default Spreads and Risk Premiums. Damodaran Online -sivusto. Viitattu 20.5. 2021. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Damodaran, A. 2021c. Costs of Capital by Industry Sector. Damodaran Online -sivusto. Viitattu 29.5.2021. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Damodaran, A. 2021d. Total Beta By Industry Sector. Damodaran Online -sivusto. Viitattu 29.5.2021. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Ghauri, P., Grønhaug, K. & Strange, R. 2020. Research methods in business studies. Viides painos. Cambridge; New York: Cambridge University Press.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2007. Tutki ja kirjoita. 13. osin uudistettu painos. Helsinki: Tammi.
- Hitchner, J.R. 2017. Financial Valuation: Applications and Models. Neljäs painos. Hoboken: John Wiley & Sons. Viitattu 15.8.2021. <https://janet.finna.fi>, Ebook Central.
- Hrylää, L. 2019. 365 ruoan päivää. Elintarviketeollisuuden toimialaraportti. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisu valtioneuvoston julkaisuarkisto-sivustolla. Viitattu 7.6.2021. <https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/161910>.
- Hyvä tieteellinen käytäntö ja sen loukkausepäilyjen käsitteleminen Suomessa. 2012. Tutkimuseettisen neuvottelukunnan ohje. Viitattu 13.2.2021. https://tenk.fi/sites/tenk.fi/files/HTK_ohje_2012.pdf.
- Kaisanlahti, T., Leppiniemi, J. & Leppiniemi, R. 2017. Tilinpäätöksen tulkinta. Viides, uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.
- Kallunki, J-P., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2019. Ammattimainen sijoittaminen. Kahdeksas, uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent. Viitattu 15.8.2021. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent Pro.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Helsinki: Talentum.

- Kallunki, J-P. 2014. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum. Viitattu 15.8.2021. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent Pro.
- Kamensky, M. 2015. Menestyksen timantti: strategia, johtaminen, osaaminen, vuorovaikutus. Talentum. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent Pro.
- Kananen, J. 2013. Case-tutkimus opinnäytetyönä. Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu.
- Kananen, J. 2015. Opinnäytetyön kirjoittajan opas. Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu.
- Kananen, J. 2017. Laadullinen tutkimus pro graduna ja opinnäytetyönä. Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu.
- Kananen, J. 2019. Opinnäytetyön ja pro gradun pikaopas. Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu.
- KirjanpitoL 1336/1997. Kirjanpitolaki. Viitattu 4.3.2021. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336>.
- Liimatainen, A. & Lähteenmaa, L. 2020. Kasvuun yritysostolla. Helsinki: Alma Talent.
- Nettorahoituskulut/käyttökate-%. N.d. Tunnukseluopas Alma Talentin verkkosivuilla. Viitattu 19.5.2021. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnukseluopas/vakavaraisuus/nettorahoituskulut-kayttokate-prosentti>.
- Niemelä, J. 2013. Yrityksen arvonmääritys. Teoksessa Yrityskauppa. Toim. K. Yli-Kerttula & S. Kettunen. Toinen painos. Helsinki: Sanoma Pro.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2013. Yritysrahoitus. Seitsemäs, uudistettu painos. Helsinki: Edita.
- Osakemarkkinoiden tuotto-odotus. N.d. Artikkel Seligson & Co:n verkkosivuilla. Viitattu 7.6.2021. <https://www.seligson.fi/sco/suomi/sijoitustietoa/osakemarkkinoiden-tuotto-odotus/>.
- P/E-luku. N.d. Tunnukseluopas Alma Talentin verkkosivuilla. Viitattu 22.7. 2021. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnukseluopas/porssitunnusluvut/p-e-luku>.
- Petersen, C. V. & Plenborg, T. 2012. Financial statement analysis. Harlow: Prentice Hall.
- Pratt, S. P. & Grabowski, R. J. 2014. Cost of Capital: Applications and Examples. Viides painos. Viitattu 3.5.2021. Hoboken: John Wiley & Sons. <https://janet.finna.fi>, Ebook Central.
- Rantanen, J. 2012. Arvonmääritys yrityskaupassa. Suomen Yrittäjien Syypoint.
- Salmi, I. 2020. Mitä tilinpäätös kertoo? Kymmenes, uudistettu painos. Helsinki: Edita.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. 2009. Research methods for business students. Viides painos. Harlow: Prentice Hall. Viitattu 15.8.2021. <https://janet.finna.fi>, VLeBooks.

Seppänen, H. 2011. Yrityksen analysointi ja tilinpäätös. Helsinki: Kauppakamari. Viitattu 15.8.2021. <https://janet.finna.fi>, KauppakamariTieto.

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmäärittäminen. Helsinki: Alma Talent. Viitattu 15.8.2021. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent Pro.

Suomen virallinen tilasto: Yritysten rakenne- ja tilinpäätöstilasto. Verkkojulkaisu. ISSN=2342-6217. Viitattu 10.2.2021. Helsinki: Tilastokeskus. <http://www.stat.fi/til/yrti/index.html>.

Taloudellinen katsaus. 2021. Valtiovarainministeriön verkkojulkaisu 12.5.2021. Viitattu 7.6.2021. <https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/163100>.

Toimiala Online. Finnvera. Tilinpäätöstilastot. Viitattu 20.5.2021. <https://tem-tilastopalvelu.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/>.

Toimitusjohtaja 2021. Kohdeyrityksen toimitusjohtajan haastattelu 1.6.2021.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2009. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Viides, uudistettu painos. Helsinki: Tammi.

Varamäki, E., Joensuu-Salo, S., Viljamaa, A., Tall, J. & Katajavirta, M. 2018. Valtakunnallinen omistajanvaihdosbarometri. Viitattu 20.3.2021. <https://www.yrittajat.fi/suomen-yrittajat/tutkimukset/muut-tutkimukset/valtakunnallinen-omistajanvaihdosbarometri-2018-599343>.

Vilka, H. 2015. Tutki ja kehitä. Neljäs, uudistettu painos. Jyväskylä: PS-kustannus. Viitattu 20.4.2021. <https://janet.finna.fi>, Ellibs.

Vuorinen, T. 2013. Strategiakirja: 20 työkalua. Talentum. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent Pro.

Yleisohje suunnitelman mukaisista poistoista. 2007. Kirjanpitolautakunnan ohje 16.10.2007. Viitattu 4.3.2021. <https://kirjanpitolautakunta.fi/-/suunnitelman-mukaiset-poist-1>.

Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. 2017. Yritystutkimus ry:n julkaisu. Helsinki: Gaudeamus.

Liitteet

Liite 1. Haastattelurunko

Toimitusjohtajan haastattelu 1.6.2021

Toimiala ja kilpailijat

Minkäläinen kilpailutilanne toimialalla on tällä hetkellä ja mihin suuntaan se näyttäisi olevan kehittymässä?

Asettaako kilpailu haasteita yrityksen kasvulle ja/tai kannattavuudelle?

Miten yritys asemoituu suhteessa kilpailijoihin ja minkälaisia strategisia valintoja yrityksessä on tehty kilpailuaseman parantamiseksi?

Mitä vahvuuksia/kehityksen kohteita yrityksellä on kilpailijoihin nähden?

Mitkä ovat yrityksen tavoitteet ja strategia seuraaville 3–5 vuodelle?

Liiketoiminta, kasvu ja kannattavuus

Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet yrityksen liikevaihdon ja tuloksen kehittymiseen viimeisten viiden vuoden aikana?

Miten yrityksen liikevaihdon ja tuloksen voidaan olettaa kehittyvän tulevaisuudessa?

Miten epidemiatilanne on vaikuttanut yrityksen toimintaan ja tulokseen?

Onko yrityksen kasvu ja kannattavuus sillä tasolla kuin se voisi olla? Onko toimintaa mahdollista tehostaa/kannattavuutta parantaa?

Yrityskohtaiset riskit ja ajurit

Minkälaisia yrityksen toimintaan liittyviä riskejä on näköpiirissä? Mitkä ovat niistä todennäköisimmät/vaikutuksiltaan merkittävimmät?

Mitkä ovat todennäköisimmät/vaikutuksiltaan merkittävimmät kasvun ajurit lähitulevaisuudessa?

Yrityksen omaisuus

Mikä on yrityksen käyttöomaisuuden ikä ja kunto? Onko lähitulevaisuudessa tarpeen tehdä investointeja?

Antaako virallinen tase yrityksen omaisuudesta oikean kuvan? Onko tasearvoja tarpeen oikaista markkina-arvoihin?

Liite 2. Tuloslaskelman oikaisu (Salmi 2020, 151, muokattu)

Oikaistu tuloslaskelma	
Liikevaihto	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Varsinaisen liiketoiminnan tuotot ▪ Liiketoiminnan rakennemuutokset huomioitava
Valmisteveraston muutos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Puolivalmisteet ja valmiit tuotteet
Valmistus omaan käyttöön	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ei tarvitse esittää, kulut voidaan aktivoida taseeseen ▪ Jos esitetään, esitetään myös kulut tuloslaskelmassa
Liiketoiminnan muut tuotot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sisältää usein pysyvien vastaavien myyntivoittoja ▪ Kertaluonteiset ja olennaiset erät eliminoidaan
Aineiden, tarvikkeiden ja tavaroiden ostot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bruttoperuste, korjataan varaston muutoksella vastaamaan liikevaihtoa ▪ Kiinteiden kulujen aktivointi vaikuttaa
Varaston muutos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Epäkuranttius ja markkinahintojen muutos saattavat vaikuttaa ▪ Kiinteiden kulujen aktivointi mahdollista
Ulkopuolisten palveluiden ostot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Läheisesti liiketoimintaan liittyviä palveluita ▪ Ulkoistus saattaa nostaa tasoa kertaluontoisesti
Henkilöstökulut	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Palkkorjaus tehdään tarvittaessa ▪ Eläkevastuut katettava kokonaisuudessaan
Liiketoiminnan muut kulut	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kertaluonteiset ja olennaiset erät eliminoidaan
Käyttökate (EBITDA)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kannattavuus lyhytvaikutteisten kulujen jälkeen ▪ Erytys merkittävä rahoittajien näkökulmasta
Poistot ja arvonalentumiset	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Suunnitelman mukaisten poistojen on vastattava kuluvan omaisuuden todellista taloudellista pitoaikaa
Liiketulos (EBIT)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Liiketoiminnan kannattavuuden perusrivi ▪ Riippumaton rahoitusrakenteesta ▪ Oikaistuna vertailukelpoinen eri tilikausien ja toimialan eri yritysten välillä
Rahoitustuotot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rahoitustoiminnan tuotot (korkotuotot, sijoitusten realisointivoitot) ▪ Varovaisuus edellyttää voittojen realisointumista
Rahoituskulut	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rahoitustoiminnan kulut (korkokulut, sijoitusten realisointitappiot) ▪ Varovaisuuden vuoksi laskennalliset kurssitappiot huomioidaan
Tulos ennen veroja (PTP)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kertoo kaudelta syntyneen tuloksen, josta yritystä verotetaan ▪ Jos kauden verot poikkeavat paljon veroprosentin mukaisesta, syy on selvitettävä
Oikaistut tuloverot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lasketaan oikaistua tulosta vastaavat verot ▪ Liitetiedoista tarkistetaan verojen erittely
Nettotulos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Analysoijan käsitys säännöllisen ja jatkuvan liiketoiminnan tuloksesta
Ei-säännölliset, eliminoidut erät	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kertaluonteiset tuotot ja kulut, tilinpäätösjärjestelyt, konserniavustus, vähemmistöosuus ▪ Olennaisuus tärkeää
Eliminoiteja vastaavat verot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Veroja oikaistaan, mikäli eliminoinnit verovaikuttaisia ▪ Vähemmistö ja tietyt myyntivoitot ja -tappiot eivät ole verovaikuttaisia
Tilikauden voitto/tappio	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tilikauden virallinen tulos ▪ Vaikuttaa omaan pääomaan

Liite 3. Taseen vastaavien oikaisut

PYSYVÄT VASTAAVAT	
Kehittämismenot Liikearvo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eliminoidaan, mikäli ei liity tulo-odotuksia ▪ Kirjataan kuluksi vaikutusaikanaan ▪ Arvottomaksi osoittautunut liikearvo eliminoidaan
Muut aineettomat hyödykkeet	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eliminoidaan, mikäli ei liity tulo-odotuksia
Aineettomat hyödykkeet yhteensä	
Maa- ja vesialueet Rakennukset ja rakennelmat Koneet ja kalusto Muut aineelliset hyödykkeet	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aineellisten hyödykkeiden tasearvoja ei yleensä oikaista ▪ Oikaistaan, mikäli tasearvo olennaisesti suurempi kuin käypä arvo
Aineelliset hyödykkeet yhteensä	
Sisäiset osakkeet ja osuudet Muut osakkeet ja osuudet Sisäiset saamiset Muut saamisen ja sijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tasearvo eliminoidaan, mikäli omistetun yrityksen oma pääoma on menetetty eikä osakkeilla ole arvoa ▪ Hankintamenoon kirjattujen osakkeiden arvo on voinut nousta ▪ Eliminoidaan, mikäli takaisinmaksu on epätodennäköistä
Sijoitukset ja pitkäaik. saamiset yht.	
Leasingomaisuus	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Jäljellä olevat leasingmaksut
VAIHTUVAT VASTAAVAT	
Aineet ja tarvikkeet Keskeneräiset tuotteet Valmiit tuotteet Muu vaihto-omaisuus	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vaihto-omaisuuden arvostamisessa noudatetaan varovaisuuden periaatetta ▪ Ei yleensä tarvetta oikaisulle
Vaihto-omaisuus yhteensä	
Myyntisaamiset Sisäiset myyntisaamiset Muut sisäiset saamiset Muut saamiset	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Todennäköiset luottotappiot eliminoidaan ▪ Osatuloutussaamiset käsitellään käyttöpääoman eränä tunnuslukulaskennassa
Lyhytaikaiset saamiset yhteensä	
Rahat ja rahoitusarvopaperit	
Vastaavaa yhteensä	

(Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 30–37; Salmi 2020, 154–155.)

Liite 4. Taseen vastattavien oikaisut

OMA PÄÄOMA	
Osake- tai muu peruspääoma	
Ylikurssi-, vara- ja arvonkorotusrahasto	
Käyvän arvon rahasto	
Muut rahastot	
Kertyneet voittovarot	
Tilikauden tulos	▪ Virallisen tilinpäätöksen mukainen voitto/tappio
Pääomalainat	▪ Edellytyksenä oman pääoman luonteisuus
Taseen oma pääoma yhteensä	
Poistoero	
Verotusperusteiset varaukset	
Poistoero ja varaukset yhteensä	
Oman pääoman oikaisut	▪ Kaikki erät, joilla on muutettu virallisen taseen omaisuuseriä tai velkoja
Oikaistu oma pääoma yhteensä	
VIERAS PÄÄOMA	
Pääomalainat	
Lainat rahoituslaitoksilta	
Takaisinlainat työeläkevakuutuslaitoksilta	
Saadut ennakot	▪ Keskeneräisiin töihin kohdistuvia ennakoita ei lasketa tunnuslukulaskennassa veloiksi
Sisäiset velat	▪ Oletetaan tunnuslukulaskennassa korollisiksi veloiksi
Muut pitkäaikaiset velat	▪ Samoin kuin edellinen
Pitkäaikainen vieras pääoman yhteensä	
Laskennallinen verovelka	
Pakolliset varaukset	
Leasingvastuut	
Korolliset lyhytaikaiset velat	▪ Lisätään taseen ulkopuolinen factoringluotto
Saadut ennakot	▪ Keskeneräisiin töihin kohdistuvia ennakoita ei lasketa tunnuslukulaskennassa veloiksi
Ostovelat	▪ Mahdolliset osamaksuvelat siirretään lyhytaikaiseen korolliseen vieraaseen pääomaan
Sisäiset ostovelat	
Muut sisäiset korolliset velat	
Muut sisäiset korottomat velat	
Muut korottomat lyhytaikaiset velat	
Lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä	
Oikaistu vieras pääoma yhteensä	
Vastattavaa yhteensä	

(Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2017, 30, 41–51.)