

Yhtiön osakkeen käyvän arvon määrittäminen kas- savirtamallin ja kerroinanalyysin avulla

Case: L'Oréal

LAB-ammattikorkeakoulu

Tradenomi (AMK)

Joel Toivonen

2022

Tiivistelmä

Tekijä(t) Joel Toivonen	Julkaisun laji Opinnäytetyö, AMK Sivumäärä 46	Valmistumisaika 2022
Työn nimi Yhtiön osakkeen käyvän arvon määrittäminen kassavirtamallin ja kerroinanalyysin avulla Case: L'Oréal		
Tutkinto ja koulutusala Tradenomi (AMK) Liiketalous		
Toimeksiantajaorganisaatio (jos opinnäytetyöllä on toimeksiantaja)		
Tiivistelmä <p>Opinnäytetyön tarkoituksena oli määrittää kassavirtamallia sekä kerroinanalyysiä käyttäen käyvän arvon vaihteluväli ranskalaiselle monikansalliselle L'Oréalille. Tutkimuksen kannalta relevantit tutkimuskysymykset määritettiin johdannossa.</p> <p>Aluksi käsiteltiin arvonmäärittämisen, kassavirtamallin sekä kerroinanalyysin teoriaa sekä vahvuuksia ja heikkouksia. Seuraavaksi käsiteltiin L'Oréalia yrityksenä ja tutustuttiin pintapuolisesti tilinpäätöstietoihin ja toimialaan. Kassavirtamallissa käytettiin analyytikoiden konsensusennusteita lähivuosien osalta sekä markkinatutkimusten arvioimaa kasvua keskipitkällä aikavälillä.</p> <p>Teoriaosuudessa keskityttiin arvonmäärittämisessä tarvittaviin taustatietoihin, arvonmäärittäsmalleihin sekä arvonmäärittämisessä käytettävän tuottovaatimuksen konseptiin. Tutkimuksessa käytetyt arvonmäärittäsmallit käsiteltiin perusteellisesti.</p> <p>Tutkimuksen tuloksena saatiin käyvän arvon vaihteluväli käyttäen kassavirtamallia. Kerroinanalyysillä saatu tulos oli linjassa kassavirtamallin kanssa. Osakkeen markkinahinta ei vastannut tutkimustulosta. Yhteenvedossa arvioitiin tuloksen luotettavuutta ja esitettiin kirjoittajan näkemys mahdollisista syistä eroon tutkimustuloksen ja markkinahinnan välillä.</p>		
Asiasanat Arvonmäärittäminen, Arvonmäärittäsmalli, Sijoittaminen, Vapaa kassavirta, Tuottovaatimus		

Abstract

Author(s) Joel Toivonen	Type of Publication Thesis, UAS	Published 2022
	Number of Pages 46	
Title of Publication Determining fair value for company's stock using cash flow model and peer group analysis Case: L'Oréal		
Degree, Field of Study Bachelor of Business Administration		
Organisation of the client (if the thesis work is commissioned by another party)		
Abstract <p>The purpose of the thesis was to determine fair valuation range for the French multinational cosmetics company L'Oréal by using a cash flow model and peer group analysis. Research questions that were relevant for the study were determined in the introduction.</p> <p>The theories of valuation, cash flow model and peer group analysis were discussed first followed by a discussion of the strengths and weaknesses of the valuation models. Then the company in question, L'Oréal was introduced followed by superficial study of the company financials and the industry it operates in. Consensus estimates were used for the near term followed by industry analysis that was used as a baseline for medium term estimates.</p> <p>The theory section focused on the fundamentals of valuation analysis, valuation models and required rate of return as a concept. Valuation models that were used in the study were evaluated thoroughly.</p> <p>As a result of the study fair value range was established using the cash flow model. The result of the peer group analysis was in line with the result of the cash flow model. Market price for the stock was different than the result of the study. The credibility of this study was evaluated in the summary followed by a discussion of different possibilities why the market price differentiated with the result of the study.</p>		
Keywords Valuation, Valuation model, Investing, Free cash flow, Required rate of return		

Sisällys

1	Johdanto.....	1
2	Arvonmääritys.....	2
2.1	Yleistä tietoa arvonmäärityksestä	2
2.2	Arvonmääritysprosessi	3
2.2.1	Toteutuneen kehityksen analyysi	3
2.2.2	Strateginen analyysi	6
2.2.3	Arvonmäärityksessä tarvittavat ennusteet.....	7
3	Tutkimuksessa käytettävät arvonmääritysmenetelmät	8
3.1	Kerroinpohjainen arvonmääritys (Verrokkianalyysi)	8
3.2	Kassavirtapohjainen malli	9
4	Tuottovaatimus arvonmäärityksessä.....	14
4.1	Riskitön korko	14
4.2	Tuottovaatimuksen määrittäminen	15
4.2.1	CAP-Malli	15
4.2.2	WACC-malli.....	18
5	Case-yhtiön esittely ja tilinpäätösanalyysi	21
5.1	L'Oréal.....	21
5.2	Tilinpäätösanalyysi	24
6	Arvonmäärityksen toteutus	30
6.1	Verrokkianalyysi	30
6.2	Kassavirtapohjainen analyysi.....	31
7	Tutkimustulosten analysointi, tuloksen luotettavuus ja yhteenveto	38
7.1	Tutkimustuloksen analysointi	38
7.2	Tutkimuksen luotettavuus ja yhteenveto	40
	Lähteet	43

1 Johdanto

Opinnäytetyön tarkoituksena on määrittää osakkeen käypä arvo ranskalaiselle kosmetiikkaalan yhtiölle L'Oréalille. L'Oréal on kirjoitushetkellä Euroopan kahdeksanneksi suurin ja maailman 48:nneksi suurin yhtiö. (Companiesmarketcap 2022.) Opinnäytetyön kirjoitushetkellä marraskuussa yhtiön markkina-arvo on noin 186 miljardia euroa ja noin 348 euroa osakkeelta (Yahoo finance 2022.)

Osakesijoittaminen on nostanut suosiotaan ympäri maailmaa viime vuosina. Vuoden 2022 alussa Suomessa juhlistettiin yli miljoonan suomalaisen osakesäästäjän rajaa. Osakkeenomistajien määrä on pysynyt Suomessa kohtuullisen tasaisena 800 tuhannen ja miljoonan välissä vuodesta 2000 lähtien, puhkaisten miljoonan osakkeenomistajan rajan maaliskuussa 2022. (Euroclear 2022.) Osakesijoittaminen on helpottunut ja sijoittamisen kustannukset ovat tulleet alas jo pitkän aikaa. Lisäksi sijoittamiseen liittyvät palvelut ovat lisääntyneet huomattavasti. Analyysipalveluja tarjoavat pankit, investointipankit, pankeista erilliset toimijat, kuten Inderes, sekä yksityisen sijoitusneuvojat ja yksityissijoittajat. Analyysia on tarjolla sekä ilmaiseksi, että maksullisena, ja sille on huomattavaa kysyntää.

Opinnäytetyössä käsitellään ensin arvonmääritysmenetelmiä ja niihin liittyvää teoriaa. Työssä käytettäviä arvonmääritysmalleja ovat kassavirtapohjainen malli sekä verrokkianalyysi. Mallit eivät ole täydellisiä, ja niiden toimivuus riippuu oletuksista, joita malleihin laiteaan. Työssä käytetään lähivuosien ennusteiden osalta L'Oréalia seuraavien 25 analyytikon konsensusennusteita, jotka ovat saatavilla Marketscreenerista, joka käyttää S&P Globalin dataa. Myöhempien ajanjaksojen osalta toteutetaan herkkyyksianalyysin erilaisille oletuksille odotetusta tuloskasvusta ja havainnollistetaan kasvuprosentin sekä pääoman tuottovaatimuksen muutosta osakkeen käyvässä arvossa. Lisäksi käsitellään L'Oréalia yrityksenä, sekä yhtiön toimialaa ja kilpailuasetelmaa. Toimiala on kohtuullisen keskittynyt ja suuri osuus liikevaihdosta keskittyy pienelle osalle toimijoita. Lopuksi määritetään alussa käsitellyillä arvonmääritysmenetelmillä osakkeelle arvio käyvän arvon vaihteluvälistä ja verrataan sitä nykytilanteeseen. Tutkimuksessa keskeisiä kysymyksiä ovat:

- Mikä on käypä arvo yhtiön osakkeelle käyttäen kassavirta- ja kerroinanalyysiä arvonmääritysmenetelminä?
- Vastaako arvonmääritysmenetelmillä saatu tulos käyvästä arvosta tämänhetkistä markkina-arvoa? Jos ei, niin minkälaisilla oletuksilla markkina osaketta hinnoittelee?

Työ on empiirinen tutkimus, jossa lähdemateriaalina käytetään arvonmäärittämiseen liittyvää kirjallisuutta, tutkimusaineistoa, tilinpäätösmateriaaleja, muita taloudellisia materiaaleja, keskeisten verrokkien taloudellista informaatiota sekä toimialaan liittyviä lähteitä.

2 Arvonmääritys

2.1 Yleistä tietoa arvonmäärityksestä

Arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yhtiön arvo sen taloudellisen tilan perusteella (Kallunki & Niemelä 2012, 13). Käypä arvo voi poiketa huomattavasti esimerkiksi taseen koosta tai yrityksen edellisten tilikausien voitosta, sillä yhtiön arvon määrittää kaikki tulevaisuuden kassavirrat. Arvonmääritys tehdään tietyille hetkelle ja uuden informaation ilmaantuessa vanhat oletukset pyyhitään pois ja analyysi suoritetaan uudelleen uudella informaatiolla. Arvonmääritysmenetelmillä saatu tulos on siis parhaimmillaankin sen hetkinen arvio käyvästä arvosta. Rahoitusteorian mukaan yrityksen tulee pyrkiä maksimoimaan omistaja-arvo. Tämä tarkoittaa monelle yhtiön voiton maksimointia, mutta tämä kannustaa yrityksen johtoa tekemään päätöksiä, jotka heikentävät arvonluontia pitkällä aikavälillä. Esimerkki tällaisesta toimesta on säästötoimet, joilla pyritään parantamaan suhteellista kannattavuutta liikevaihdon kasvun kustannuksella. Parempi mittari omistaja-arvon luonnille on markkinaarvon maksimointi. Ideaalitulanteessa yhtiön osakkeen arvo heijastelisi aina yhtiön taloudellisesti perusteltavissa olevaa markkina-arvoa, mutta osakkeen arvon kehitystä ajaa myös muut tekijät, esimerkiksi riskit, vallitseva korkotaso sekä sijoittajasentimentti. (Kallunki & Niemelä 2012, 24–29.)

Osakkeen riski heijastuu suoraan osakkeen hintaan. Riskit jaetaan usein yritykseen liittyviin riskeihin sekä yrityksestä riippumattomiin riskeihin. Yritykseen liittyvä riski voi L'Oréalin tapauksessa olla esimerkiksi tehdaspalo, joka keskeyttää tuotannon. Yhtiöstä riippumaton riski voi puolestaan olla yhtiön käyttämien raaka-aineiden hintojen nopea nousu. Osakkeen hinta heijastelee yhtiön tuloskasvua, sekä tuloskasvuun sisältyvää riskiä. L'Oréalin osake arvostetaan noin 30-kertaisesti vuoden 2022 ennustettua osakekohtaista tulosta kohden, kun verrokkiryhmässä olevan Unileverin osake arvostetaan noin 22-kertaisesti vuoden 2022 ennustettua osakekohtaista tulosta kohden. Vastaavasti L'Oréalin osakkeen osakekohtaisen tuloksen odotetaan kasvavan vuoden 2021 tuloksesta noin 56 % vuoden 2024 ennustettuun tulokseen, kun Unileverin osakekohtaisen tuloksen odotetaan kasvavan vastaavalla ajanjaksolla noin 16 %. Osakkeet eivät ole ennustetuilla tuloksilla saman hintaisia myöskään ennusteperiodin lopussa 2024, vaan L'Oréalin odotetaan joko kasvattavan osakekohtaista tulostaan myös jatkossa Unileveria nopeammin, tai kasvun odotetaan toteutuvan pienemmällä epävarmuudella. (Marketscreener 2022). Toisinaan riskit koskevat rahoitusmarkkinoita kokonaisuutena ja osakkeita myydään riskeistä ja tuloskasvusta välittämättä. Tällaisia hetkiä ovat olleet esimerkiksi finanssikriisi vuonna 2008 sekä koronapandemia vuonna 2020. Molemmat hetket ovat olleet erinomaisia ostopaikkoja jälkikäteen katsotuna. (Kallunki & Niemelä 2012, 17.)

2.2 Arvonmäärittäminen

Arvonmäärittäminen kuuluu kuusi vaihetta. Osa kohdista käsitellään tässä luvussa ja osaa oman otsikkonsa alla riippuen aiheen laajuudesta ja relevanttiudesta tutkimuksen kannalta. Prosessin vaiheet ovat:

- kohdeyrityksen toteutuneen kehityksen analysointi
- strateginen analyysi
- arvonmäärittämisessä tarvittavat ennusteet
- tuottovaatimus arvonmäärittämisessä
- arvonmäärittäminen
- yhteenveto ja johtopäätökset

(Kallunki & Niemelä 2012, 16).

2.2.1 Toteutuneen kehityksen analyysi

Toteutunutta kehitystä on paras arvioida tilinpäätösanalyysin kautta. Tilinpäätösanalyysi antaa kokonais kuvan yrityksen taloudellisesta tilanteesta, sekä johdon näkemyksen lähitulevaisuudesta yhtiön kannalta. Kallunkin ja Niemelän (2012, 36) mukaan tilinpäätöksessä keskeisiä osia arvonmäärittämisestä näkökulmasta ovat

- tuloslaskelma
- tase
- rahavirtalaskelma
- johdon katsaus tulevaisuudesta

Tuloslaskelma kertoo edellisen tilikauden tulot ja menot. Tuloslaskelman lopussa on tilikauden tulos, jota käytetään esimerkiksi yleisen P/E luvun määrittämisessä. Tilinpäätökset tehdään monikansallisten yritysten osalta kansainvälisen IFRS-tilinpäätösstandardin (International Financial Reporting Standards) mukaisesti. Arvonmäärittämisestä näkökulmasta on olennaista huomata, että lainsäädäntö sallii monen omaisuuslajin arvostamisen käypään arvoon ja ettei yrityskaupoissa syntyvää liikearvoa poisteta vuotuisina kuluina vaan mahdollinen arvonaleneminen kirjataan sellaisenaan. Jos tuloslaskelmaan sisältyy paljon operatiivisen tuloksen ulkopuolisia eriä, saattaa olla järkevää käyttää oikaistuja lukuja, joista irrotetaan muun muassa eriä, jotka eivät vaikuta rahavirtoihin. Toinen vaihtoehto on käyttää

tuloslaskelman aikaisempia lukuja, esimerkiksi operatiivista tulosta, joka kertoo yhtiön operatiivisen liiketoiminnan tuottamat rahavirrat. (Kallunki & Niemelä 2012, 36–37.) L'Oréalin osalta tärkeää on huomioida Sanofin osakeomistus, sillä Sanofin tulosta ei konsolidoida yhtiön tuloslaskelmaan. L'Oréal saa kuitenkin osinkoja yhtiöltä. Omistus on arvoltaan merkittävä, noin 10 miljardia euroa, ja ilman omistuksen huomiointia tilinpäätöslukuihin perustuvissa arvostusmalleissa saadaan vääristynyt lopputulos etenkin verrokkiryhmän arvostuskertoimiin pohjautuvan arvostusmenetelmän avulla. L'Oréalin tapauksessa järkevää voi esimerkiksi olla Sanofista oikaistun yritysarvon (Markkina-arvo – velat – Sanofi + käteisvarat) käyttäminen markkina-arvon sijaan, ja operatiivista tulosta tuloksen sijaan, jossa ei huomioida Sanofin osinkoja osana L'Oréalin liiketoimintaa. (L'Oréal 2022a.)

Tase kertoo yhtiön omaisuuserät ja rahoituksen lähteet tilikauden päättymishetkeltä. Taseen tärkeimmät erät ovat käyttöomaisuus, johon kuuluu muun muassa koneet ja kalusto ja vaihto-omaisuus eli varastot, saamiset sekä rahoitusomaisuus. Taseesta voidaan tulkita yhtiön taloudellista tilaa rahoituksen näkökulmasta. Jotta liiketoimintaa voidaan jatkaa, pitää sen tuottaa positiivista kassavirtaa yhtiölle. Edellisten tilikausien voitosta rahoitetaan investointeja sekä jaetaan osinkoja omistajille. Usein yhtiöt käyttävät myös vierasta pääomaa osana liiketoimintaa. (Kallunki & Niemelä 2012, 38–39.) Etenkin matalien korkojen aikana voi olla kannattavaa hyödyntää ulkopuolista rahoitusta investointien rahoittamiseksi. Taseessa voi myös olla merkittäviä määriä omistuksia, joita ei ilmene tuloslaskelmasta, kuten L'Oréalin tapauksessa Sanofin osakeomistus. Yrityskauppojen jäljiltä taseeseen jää liikearvoa, joka on kauppahinnan ja ostettavan yrityksen kirja-arvon erotus. Liikearvoon kuuluu aineetonta omaisuutta, joka ei ilmene taseesta. Aineeton omaisuus voi olla esimerkiksi ostettavan yhtiön brändin arvo, yrityskaupassa siirtyvät tietyt avainhenkilöt, uudet asiakassuhteet tai yrityskaupan odotetut synergiaedut (Visma 2022). Liikearvo on kansainvälisessä kirjanpidossa lähtökohtaisesti ikuista, mutta sen arvoa tulee arvioida vähintään vuosittain ja mikäli arvo on laskenut, pitää liikearvoa poistaa. L'Oréal kertoo omassa riskienhallintareportissaan liikearvon koostuvan suurimmaksi osaksi L'Oréalin 35 suuresta kansainvälisestä brändistä ja liikearvoa saatetaan joutua poistamaan. L'Oréal arvioi liikearvoa vähintään kerran vuodessa ja havaitessaan brändin käyvän arvon alittavan taseeseen kirjatun kirja-arvon, vähennetään erotus poistoina. Sama pätee myös siihen osaan liikearvosta, joka ei koostu edellä mainituista suurista brändeistä. (L'Oréal 2022a.)

Koska brändiarvoa ei voida mitata millään tarkalla mittarilla, voi yrityskaupoissa syntynyt liikearvo olla arvokkaampaa, tai arvottomampaa, kuin taseesta ilmenee. Arvioidessa yhtiön arvoa sen kirja-arvon pohjalta, pitää siis huomioida mahdolliset taseriskit myös aineettoman omaisuuden osalta. Tyypillisesti taseen riskit liittyvät omaisuuteen tai vastuisiin, esimerkiksi yhtiön sopimiin lainajärjestelyihin. Yhtiöllä voi olla taseessaan merkittäviä määriä

varastosaldot, jotka on arvotettu käypään arvoon. Toisinaan esimerkiksi pitkäkestoisen yli-tarjonnan seurauksena voi syntyä pitkäaikaista haittaa inventaarion käypään arvoon ja sen arvoa tulee alaskirjata. Yhtiöllä voi myös olla merkittävää rahoitusriskiä vieraan pääoman ehtoisissa lainoissa (Seppänen 2017, 230). Yksittäiset tapahtumat voivat synnyttää yhtiölle vaikeuksia maksaa rahoitustaan ja pahimmassa tapauksessa yhtiö voi ajautua saneeraukseen. Tämänkaltaisen tilanteen voisi esimerkiksi syntyä luonnonkatastrofin tai tulipalon myötä, jolloin tuotantokiinteistö vahingoittuu käyttökelvottomaksi. L'Oréalin tapauksessa tuotantoa on hajautettu useaan eri maahan ja yhtiö on ollut valtaosan ajasta nettovelaton. Kirjoitushetkellä L'Oréalilla on poikkeuksellisesti nettovelkaa, sillä yhtiö osti noin 4 % osakkeistaan takaisin toiseksi suurimmalta osakkeenomistajaltaan, Nestléltä käyttäen apuna vierasta pääomaa. Yhtiö käyttää kokonaisuutena liiketoiminnassaan hyvin vähän vierasta pääomaa ja lähihistoriasta ei löydy hetkeä, jolloin nettovelka olisi ylittänyt kahden vuoden operatiivista tulosta. (L'Oréal 2022b.)

Rahavirtalaskelma kertoo yritykselle syntyvistä ja lähtevistä rahavirroista. Näitä ovat liiketoiminnan-, investointien- ja rahoituksen rahavirrat. Rahavirtalaskelman lähtökohtana on tuloslaskelmassa viimeisellä rivillä oleva tilikauden tulos, joka oikaistaan vastaamaan kassavirtaa. Merkittävin oikaisu on tuloslaskelman poistojen korvaaminen investoinneilla. Kassavirtalaskelmassa ensimmäiseksi käsitellään operatiivisesta toiminnasta syntyvät kassavirrat ja niistä tehdyt poistot. Seuraavaksi käsitellään kassavirtojen käyttöä, ensimmäiseksi investoinneista syntyvät rahavirrat ja lopuksi rahoitukseen liittyvät rahavirrat sekä muut erät. Kassavirtalaskelman päätteeksi nähdään tilikauden lopulla olevat rahavarat sekä rahavirrat tilikauden aikana. (Kallunki & Niemelä 2012, 42.)

Johdon katsaus on tilinpäätösanalyysin näkökulmasta vähiten tarkka arvonmäärittämisessä. Usein yhtiöt antavat ohjeistuksen tulevan tilikauden liikevaihdosta tai tuloksesta ja tätä voi verrata analyytikoiden ennusteisiin sekä omiin odotuksiin yhtiön kehityksestä. Yhtiöiden ohjeistus voi poiketa merkittävästi markkinoiden tai analyytikoiden oletuksista ja tällöin osakkeen arvo mukautuu uuden informaation myötä. Joidenkin yhtiöiden johto ohjeistaa tarkoituksella konservatiivisesti välttääkseen pettymyksiä. Itse ohjeistusta tärkeämpää on usein ohjeistuksen muu sisältö. Onko puheen sävy muuttunut edellisestä osavuositarkastuksesta? Nähdäänkö tulevaisuuden näkymät parempina, kuin ennen? On myös mahdollista, että ohjeistus jätetään kokonaan antamatta joko väliaikaisesti, tai ohjeistusta ei ole tapana antaa. Vaikka tämä vaikeuttaa tulevan kehityksen arviointia, voi ohjeistuksen puuttumisestakin saada hyödyllistä informaatiota. Ohjeistuksen puuttuminen voi kertoa esimerkiksi yrityksen sisäisistä ongelmista tai kilpailijoista jälkeen jäämisen kehityksen osalta. Epävarmuuden lisääntyessä on siis tärkeää käyttää useampaa erilaista oletusta tulevaisuuden kehityksestä

ja yrittää selvittää, minkälaisilla odotuksilla markkina arvottaa kyseistä osaketta. (Kallunki & Niemelä 2012, 44–45.)

2.2.2 Strateginen analyysi

Strategisessa analyysissä pyritään arvioimaan yrityksen toiminnan lisäksi myös toimialaa sekä talouden yleistä kehitystä. Valuaatio riippuu usein yhtiön itsensä lisäksi toimialasta, jolla se toimii. Aikaisemmin antamani esimerkki L'Oréalin ja Unileverin kertoimista reflektoi tätä. Molemmat ovat kalliimpia kuin osakeindeksi keskimäärin, mutta odotukset yhtiöiden tuloskasvusta tästä eteenpäin perustele L'Oréalin korkeampia tuloskertoimia suhteessa verrokkiinsa. L'Oréal sekä sen verrokkiryhmä ovat kuluttajatuotteita. Kuluttajatuotteet jaetaan harkinnanvaraiseen ja ei-harkinnanvaraiseen kulutukseen. Harkinnanvaraisiin kulutus- tuotteisiin kuuluvat esimerkiksi McDonalds, Starbucks sekä verrokkiryhmään kuuluva LVMH (MCSI 2022a). Ei-harkinnanvaraiseen kuuluvat puolestaan valtaosa verrokkiryhmästä sekä muun muassa ruokakauppoja ja -valmistajia (MSCI 2022b).

Strategisen analyysin avulla on tarkoitus arvioida yhtiön toimialan tulevaisuutta ja yhtiön pärjäämistä siinä (Kallunki & Niemelä 2012, 75–76). Pitääkseen markkinaosuutensa, yhtiön on kasvettava vähintään samaa vauhtia markkinan kanssa, jolla se toimii. Esimerkiksi L'Oréalin kohdemarkkinan odotetaan kasvavan noin 5–5,5 % vuositahtia 2020-luvun aikana. Edellisen 11 vuoden aikana (2010–2021) L'Oréalin liikevaihto on kasvanut hieman yli 4,5 % vuositahtia operatiivisen tuloksen kasvaessa noin 6,5 % vuodessa. (L'Oréal 2011, 2013, 2016, 2019, 2022). Jos historia toistaa itseään, L'Oréalin pitäisi kasvattaa operatiivista tulostaan noin 7,5 % vuositahtia markkinan kasvaessa 5 %. 7,5 % tuloskasvuvauhti ylittää maailman bruttokansantuotteen odotetun kasvun selvällä marginaalilla ja on selvää, että kyseinen tuloskasvuvauhti ei jatkuisi ikuisesti. L'Oréal kuitenkin hyötyy trendistä, jota kutsutaan premiumisaatioksi, jossa kuluttajat siirtyvät alemmista hintaluokista ylempiin hintaluokkiin. L'Oréal ja verrokki Estée Lauder ovat kertoneet kalliimpien brändien tuotteiden olevan myös kannattavampia. Bruttokansantuotteen ylittävä tuloskasvu voi siis jatkua vielä jonkin aikaa, kunnes lopulta taantuu sen tasolle tai alle.

Lyhyellä aikavälillä absoluuttiset numerot merkitsevät enemmän kuin toimialan ja maailmantalouden trendit ja lainalaisuudet. Mitä pidemmälle ajassa mennään, sitä tärkeämmäksi muodostuu strateginen analyysi suhteessa operatiiviseen analyysiin, joka keskittyy tilinpäätöslukujen analysointiin. Pidemmällä aikavälillä yksittäisen vuoden tulosta enemmän merkitsee esimerkiksi johdon ja henkilöstön osaaminen, kilpailuedun säilyminen sekä toimialan rakenteelliset muutokset. Mitä suuremmalla varmuudella ennusteet pitävät paikkaansa edes suurin piirtein, sitä enemmän voidaan hinnoitella osakkeen hintaan etukäteen. Strategisella analyysillä voidaan usein selittää yksittäisen yhtiön alennusta tai preemiota

suhteessa verrokkiryhmään tai kokonaisen toimialan arvostuskertoimet suhteessa osakeindekseihin. Jos L'Oréalin odotetaan kasvattavan tulostaan verrokkiryhmää enemmän tulevaisuudessa ja historiallinen kehitys tukee näkemystä, voidaan osaketta arvostaa korkeammilla kertoimilla kuin verrokkeja. Toisaalta jos toimialan odotetaan kokonaisuutena kehittyvän maailmantaloutta hitaammin, arvostetaan usein toimialaa alennuksella. Esimerkki tällaisesta toimialasta on tupakkateollisuus, jossa regulaattorit tekevät töitä lopettaakseen toimialan olemassaolon. Strategisessa analyysissä painoarvo on riskien arvioimisessa. Keskeisten riskitekijöiden selvittäminen on oleellinen osa analyysia, mutta samalla riskien vakavuus on usein subjektiivinen mielipide. Yhtiöt kertovat usein keskeisistä riskeistä vuosikertomuksissaan ja tarjoavat yhtiön näkemyksen riskistä, sen vakavuudesta ja riskin hallinnasta. (Kallunki & Niemelä 2012, 75–77.)

2.2.3 Arvonmäärityksessä tarvittavat ennusteet

Käytän lähivuosien ennusteiden osalta Marketscreenerin konsensusennusteita 25 analytikolta. Marketscreener käyttää S&P Globalin dataa konsensusennusteiden osalta. Pidemmällä aikavälillä käytetään toimialan kasvuun perustuvia arvioita, joita käsitellään myöhemmin. Kuvassa 1 on L'Oréalin konsensusennusteet liikevaihdon ja tuloksen osalta sekä edellisvuosien toteuma

Fiscal Period: December	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Net sales ¹	29 874	27 992	32 288	38 249	41 049	43 871
EBITDA ¹	7 506	7 237	7 941	9 242	9 967	10 720
Operating profit (EBIT) ¹	5 548	5 209	6 160	7 434	8 066	8 756
<i>Operating Margin</i>	18,6%	18,6%	19,1%	19,4%	19,6%	20,0%
Pre-Tax Profit (EBT) ¹	5 411	4 777	6 047	7 595	8 007	8 790
Net income ¹	3 750	3 563	4 597	5 788	6 110	6 647
<i>Net margin</i>	12,6%	12,7%	14,2%	15,1%	14,9%	15,2%
EPS ²	6,66	6,34	8,21	10,9	11,6	12,8
Dividend per Share ²	4,25	4,00	4,80	5,73	6,27	6,86

Kuva 1 Konsensusennusteet sekä toteutunut kehitys (Marketscreener 2022).

3 Tutkimuksessa käytettävät arvonmäärittämenetelmät

3.1 Kerroin pohjainen arvonmäärittäys (Verrokkianalyysi)

Verrokkianalyysin tarkoituksena on verrata yhtiön tunnuslukuja samankaltaisten yhtiöiden vastaaviin tunnuslukuihin. Sharma ja Prashar määrittelevät 2013 julkaistussa tutkimusartikkelissaan verrokkianalyysin olevan omaisuuserän määrittäystapa, jossa omaisuuserän tunnuslukuja, tässä tapauksessa osakkeen tunnuslukuja, verrataan samankaltaisten yhtiöiden tunnuslukuihin. Tutkimusartikkelin mukaan verrokkiryhmä kootaan etsimällä yhtiöitä, joiden yritysprofiili, sekä taloudellinen profiili ovat samankaltaisia. Yritysprofiilissa huomioidaan yhtiön toimiala, tuotteet, toimintamarkkinat ja loppukäyttäjät, jakeluverkosto sekä maantieteellinen jako. Taloudellisessa profiilissa puolestaan arvioidaan yhtiöiden kokoa, pääomantuottoa, kasvua sekä kannattavuutta. (Sharma & Prashar 2013, 29.)

Analyysitavan keskeinen heikkous liittyy Sharman ja Prasharin mukaan siihen, että verrokkianalyysi ei kerro mitään verrokkiryhmän arvostuksesta suhteessa yleiseen markkinaan. Vaikka osake olisi verrokkiryhmään verrattuna halpa, saattaa se silti olla kallis suhteessa yleiseen markkinaan. Verrokkianalyysi myös olettaa markkinoiden hinnanmuodostuksen olevan tehokasta, ja mikäli verrokkiryhmä on kokonaisuutena yli- tai aliarvostettu, relatiivinen valuaatio ei reflektoi käypää arvoa. Verrokkiryhmä ei myöskään ole irrallinen markkinan muutoksista ja käypä arvo vaihtelee esimerkiksi riskittömän koron muutosten mukana. Verrokkianalyysin vahvuutena on puolestaan näyttää aliarvostettuja yhtiöitä suhteessa samankaltaisiin yhtiöihin. (Sharma & Prashar 2013, 32.)

Verrokkianalyysi ei myöskään ota huomioon yhtiöiden yksittäisiä tilanteita. Esimerkiksi L'Oréalin lähimmän verrokin, Estée Lauderin Kiinan pääjakelukeskus oli Shanghaissa ja kaupungin mennessä koronasulkuun, syntyi yhtiölle merkittävää myynnin menetystä ja kustannuksia jakelun uudelleenorganisoinnista (Freda 2022).

Yllä esitettyjen heikkouksien takia analyysimenetelmää ei voida itsessään käyttää arvioimaan osakkeen arvoa. Verrokkianalyysi on kuitenkin hyvä työkalu yhdessä muiden analyysimenetelmien kanssa ja Kallunkin ja Niemelän (2012, 191) mukaan verrokkianalyysi sopii täydentämään kassavirtapohjaista arvonmäärittäystä, jota tässäkin tutkimuksessa käytetään. Toinen heikkous verrokkianalyysissä liittyy yhtiöiden erilaisiin liiketoimintamalleihin. Käytännössä aina joudutaan tekemään kompromisseja verrokkiryhmää valitessa, eikä identtisiä verrokkeja ole mahdollista saada. Erot liiketoiminnassa voivat liittyä esimerkiksi painotuksiin erilaisten tuoteryhmien välillä, liiketoiminnan maantieteelliseen jakaumaan tai tilinpäätöskäytäntöjen eroihin alueellisissa lainsäädännöissä. Lisäksi yhtiöiden riski- ja kasvunäkymät

voivat olla erilaisia ja usein paremmasta kasvunäkymästä suostutaan maksamaan korkeampia kertoimia. (Kallunki & Niemelä 2012, 215.)

3.2 Kassavirtapohjainen malli

Kassavirtapohjainen malli arvottaa yhtiötä sen kaikkien tulevien vapaiden kassavirtojen perusteella. Kassavirrat diskontataan WACC:lla määritetyllä diskonttokorolla ja tuloksena saadaan yhtiölle käypä arvo mallissa käytetyillä tiedoilla (Steiger 2008, 4).

Kassavirtamallia voidaan käyttää arvioimaan yhtiön oman pääoman arvoa (Free Cash Flow to Equity, FCFE) tai koko yhtiön arvoa (Free Cash Flow to Firm, FCFF/Discounted Cash Flow model, DCF-malli). Tässä työssä käytetään koko yhtiön arvoa määrittävää DCF-mallia. Kassavirtamallin käyttöä arvonmäärityksessä on Kallunkin ja Niemelän (2012, 224) mukaan perusteltu siten, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet vaikuta yhtiön kassavirtojen nykyarvoon. Alla kassavirtamalli esitettynä kaavana Kallunkin ja Niemelän (2012, 226) teoksesta

$$P_0 = \frac{FCF^1}{(1 + R_e)^1} + \frac{FCF^2}{(1 + R_e)^2} + \frac{FCF^3}{(1 + R_e)^3} + \dots + \frac{FCF^n}{(1 + R_e)^n}$$

Kaava 1 Diskontattu vapaa kassavirta

Jossa

P_0 = Tulevien kassavirtojen arvo

FCF^n = Vapaan kassavirran määrä vuonna n

R_e = Pääoman tuottovaatimus

Vapaa kassavirta määritellään Steigerin (2008, 4) tutkielmassa kassavirraksi, jota ei tarvita operatiivisessa toiminnassa eikä investointeihin. Vapaalla kassavirralla yhtiö voi esimerkiksi jakaa osinkoa, maksaa velkaa tai ostaa takaisin omia osakkeita. Vapaata kassavirtaa pidetään siis yhtiön osakkeenomistajille kuuluvana osuutena operatiivisen toiminnan tuloksesta. Vapaan kassavirran allokointi ei lähtökohtaisesti vaikuta yrityksen arvoon. Osingot vähentävät yhtiön kassavaroja ja täten koko pääoman arvoa, mutta samanaikaisesti omistajat saavat osinkona pääomanmenetystä vastaavan käteissumman, jos verovaikutusta ei huomioida. Omien osakkeiden ostot puolestaan nostavat yksittäisen osakkeen osuutta pääoman arvosta, mutta alla olevan pääoman arvo ei muutu. Velan maksaminen puolestaan muuttaa oman ja vieraan pääoman suhdetta koko pääomasta, mutta ei lisää sitä. Kassavirta voi myös olla negatiivista ja vuositason vaihtelua voi olla paljon. Mallintaessa kassavirtamallilla vaihtelun vaikutus minimoidaan luomalla useita kasvuvaiheita. Yleisesti ottaen

käytetään mallia, jossa lähivuosille tehdään kohtuullisen tarkat ennusteet ja lisäksi kaksi 10 kasvuperiodia, keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuperiodit. (Kallunki & Niemelä 2012, 226–229.) Mitä pidemmälle tulevaisuuteen mennään, sitä konservatiivisempia oletuksia mallissa täytyy käyttää. Ennemmin tai myöhemmin kaikkien yhtiöiden kasvu tasaantuu globaalin bruttokansantuotteen tasolle ja vaikka ekstrapoloimalla edellisen vuosikymmenen kasvutahdin myös seuraaville saa usein lopputuloksena suuren tuotto-odotuksen kassavirtamallista, ei toteutuva kehitys usein vastaa mallia. Siksi mallintaessa käytetään pidemmillä peiodeilla 2–2,5 % terminaali-odotusta.

Terminaaliarvon laskemiseen voidaan Seppäsen (2017, 262–265) mukaan käyttää kolmea eri tapaa:

- Vakiokasvun DCF-malli eli Gordonin malli, joka olettaa yhtiön liiketoiminnan jatkuvan ikuisesti.
- Hinnoittelukerroin, jossa arvioidaan terminaali-ajan alussa yhtiöllä oleva hinnoittelukerroin. Käytännössä kerroin voi siis olla enimmillään toimialan keskimääräinen historiallinen arvo.
- Likvidaatioarvo, jossa yhtiön oletetaan lopettavan liiketoiminta ja taseen jäljellä olevat erät myydään. Menetelmän haasteena on arvioida markkinatilannetta ja yhtiön tilaa likvidointihetkellä.

Tutkimuksen yhtiön näkökulmasta paras menetelmä on vakiokasvun DCF-malli eli Gordonin malli. Yhtiö on yli 100 vuotta vanha ja omistaa lukuisia tunnettuja globaaleja brändejä, jonka vuoksi likvidaatioarvon käyttäminen ei ole tässä tapauksessa järkevää, sillä yhtiön liiketoiminta on todennäköisesti olemassa myös terminaali-ajan alussa. Yhtiö kykenee halutessaan myös kasvattamaan suhteellista tulostaan pienentämällä markkinointikulujen osuutta suhteessa liikevaihtoon. Tämän takia määrittämällä terminaaliarvo hinnoittelukertoimen pohjalta ei ole järkevää, koska yhtiö pystyy oletusarvoisesti toimialaa nopeampaan tuloskasvuun vielä terminaalivaiheen alussa, joka oikeuttaa toimialan keskimääräistä hinnoittelua korkeammat kertoimet. Edellä käsitellyistä syistä Gordonin malli soveltuu yhtiön näkökulmasta parhaiten olettaen, että terminaalivaiheen osalta käytetään konservatiivisia oletuksia pitkän aikavälin kasvusta ja tulos altistetaan herkkyysanalyysille, joka laajentaa mahdollisia skenaarioita ja täten pienentää mittausvirheiden mahdollisuutta. Gordonin mallin kaava sekä diskonttauskaava alla Seppäsen (2017, 262) mukaan

$$TV_t = \frac{FCF_{T+1}}{(WACC - g)}$$

Kaava 2 Gordonin malli

Jossa

TV_t = Terminaalijakson kassavirtojen arvo

FCF_{T+1} = Vapaa kassavirta terminaalijakson alussa

WACC = Keskimääräinen pääomankustannus

g = Terminaalijakson kasvu

Edellä esitetty Gordonin malli antaa kassavirtojen arvon terminaalijakson alussa. Mallin tulos olettaa kaikkien kassavirtojen olevan heti käytössä ja tästä syystä kassavirrat tulee vielä diskontata tuottovaatimuksella nykyarvoon käyttäen seuraavaa kaavaa

$$EV_0 = \frac{TV_T}{(1 + WACC)^T}$$

Kaava 3 Terminaalijakson diskonttauskaava

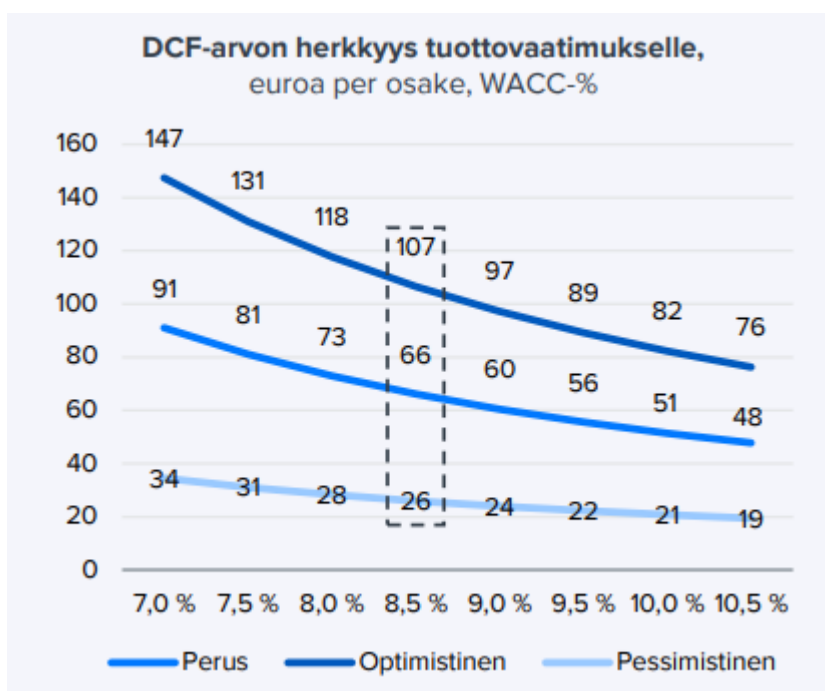
Jossa

EV_0 = Diskonttatut terminaalijakson kassavirrat nykyhetkenä

TV_t = Terminaalijakson kassavirtojen arvo

$(1 + WACC)^T$ = Diskonttaustekijä potenssiin ennusteperiodin pituus

Steiger (2008, 14–15) nostaa tutkielmassaan esille myös kassavirtamallin heikkouksia. Vaikka kassavirtamallilla saadaan mallinnettua todella suurella tarkkuudella tulevien kassavirtojen nykyarvoa, riippuu mallin tulos oletuksista, joita malliin laitetaan. DCF-mallia on helppo manipuloida etenkin myöhäisemmän vaiheen kasvuoletuksia muuttamalla, sillä jo pienillä muutoksilla terminaalikasvuun saadaan merkittäviä muutoksia kassavirtojen nykyarvoon. Sama vaikutus saadaan muuttamalla pääoman tuottovaatimuksen (WACC) oletuksia. Matalien markkinakorkojen aikana pääoman tuottovaatimus laskee riskittömän koron laskun seurauksena. Osakkeista siis kannattaa maksaa enemmän, sillä riskitön vaihtoehto tuottaa heikosti. Kuva 2 Inderesin (Luiro 2022) viimeisimmästä QT-raportista kuvaa tuottovaatimuksen muutoksen vaikutusta osakkeen käyvässä arvossa.



Kuva 2 DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle. Inderes 2022

Kuten kuvasta 2 nähdään, muuttamalla tuottovaatimusta (WACC) vain hieman saadaan merkittävästi erilaisia arvoja yhtiön osakkeen käyvälle arvolle käyttämällä DCF-mallia. Kuvasta ilmenee myös keino, jota käytetään minimoimaan virheiden vaikutusta mallintaessa. Tämä keino on skenaarioanalyysi. Yhtiölle voidaan tehdä useita skenaarioita ennusteiden osalta vastaamaan erilaisia lopputulemia tulevaisuuden operatiivisessa kehityksessä. Steigerin (2008, 4) mukaan skenaariot ovat perusskenaario, optimistinen skenaario sekä heikko skenaario.

Kassavirtamalli on siis tehokas keino mallintaa yhtiön osakkeelle käypää arvoa, mutta mallin lopputuloksen määrittelee oletukset, joita mallissa käytetään. Mallin lopputulos myös invalidoituu uuden informaation ilmaantuessa, jolloin mallintaminen pitää suorittaa uudelleen uusilla oletuksilla. Steiger (2008, 15) tulee tutkielmassaan siihen lopputulokseen, että kassavirtamallia kannattaa käyttää yhdessä muiden mallien kanssa varmistaakseen analyysin oikeellisuuden. Steiger ehdottaa kassavirtamallin lisäksi verrokkianalyysia luomaan arvion käyvistä arvosta. Vaikka kassavirtamallilla saadaan eksakti numeerinen tulos, on käypä arvo usein epämääräisempi käsite, joka kuvaa pikemminkin käyvän arvon vaihteluväliä, kuin absoluuttista totuutta. Tästä syystä arvonnäilyksessä käytetään lisäksi herkkyysanalyysia, kuten Kallunki & Niemelä (2012, 232–233) toteavat. Herkkyysanalyysissa kassavirtamallin tulos altistetaan useille erilaisille oletuksille tuottovaatimuksesta sekä pitkän aikavälin kasvusta. Herkkyysanalyysissa käytetään tarkastelupisteinä pieniä lukumuutoksia, jotta analyysin tarkkuus kasvaa. Yleensä herkkyysanalyysi esitetään taulukkona, mutta voidaan myös esittää graafisessa muodossa, kuten yllä oleva

Inderesin herkkyyssanalyysi QT Groupista. Kuvasta puuttuu herkkyyssanalyysi pitkän aikavälin kasvun osalta ja se on korvattu skenaarioilla. Mikäli kassavirtamallilla saatu tulos eroaa merkittävästi markkinahinnasta, voidaan herkkyyssanalyysin pohjalta havainnoida, minkälaisilla oletuksilla markkina hinnoittelee yhtiötä. Herkkyyssanalyysi on täten tärkeä osa arvonmäärittämissä kuvailemaan mahdollisia tulevaisuuden kehityskulkuja.

4 Tuottovaatimus arvonmäärityksessä

Tuottovaatimus kertoo yrityksen vaaditusta tuotosta erilaisille arvopapereille, joilla on erilaisia oikeuksia yhtiön tuottamiin pääomiin. Yleisesti ottaen tuottovaatimus jaetaan vieraan ja oman pääoman tuottovaatimukseen. Vieras pääoma on esimerkiksi yhtiön ottama pankkilaina, jolle maksetaan tietty ennalta sovittu korko maksuohjelman mukaisesti. Oman pääoman omistajat puolestaan kantavat riskiä osakeomistuksen kautta, mutta osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön tuottamiin kassavirtoihin osakkeen arvonnousun ja osingon kautta. Koska vieraan pääoman ehtoiset instrumentit ovat maksujärjestyksessä omaa pääomaa edellä, saa vieraalle pääomalle yleensä pienemmän korvauksen suhteessa omaan pääomaan. Tuottovaatimuksen muuttuessa myös osa vieraan pääoman ehtoista instrumenteista muuttavat arvoaan, eivätkä pysy staattisena huolimatta kiinteästä kuponkikorosta. Tämä johtuu diskonttokoron muutoksesta, joka noustessaan vaatii kiinteän kuponkikoron lisäksi arvonnousua päästäkseen markkinoiden määrittämään tuotto-odotukseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 139–140.)

4.1 Riskitön korko

Riskitön korko on lähtökohtana kaikessa arvonmäärityksessä. Riskitön korko on teoriassa täysin riskitön velkainstrumentti. Käytännössä tämä tarkoittaa vakavaraisten valtioiden velkakirjoja. Todellisuudessa kaikissa arvopapereissa on olemassa edes se teoreettinen riski, jossa valtio menee konkurssiin. Euroalueella euromaiden valtionlainojen korot vaihtelevat markkinoiden määrittämän riskiarvion mukaisesti. Vaihtoehtona riskin ottamiselle osakkeiden tai yrityslainojen kautta on riskitön korko, jolla viitataan valtion lainoihin. Riskitön korko määritetään päivittäin vapailla markkinoilla ja siksi arvonmäärityksessä käytettävä riskitön korko kuvastaa ainoastaan yksittäisen päivän käypää arvoa. Riskitön korko tulee valita käytettävän instrumentin duraation mukaisesti. Jos käytetään esimerkiksi 12 kuukauden päästä erääntyvää yrityslainaa, riskitön korko on tällöin vastaava 12 kuukauden valtionlaina. Osakkeiden osalta riskittömänä korkona käytetään yleisesti ottaen 10 vuoden valtion velkakirjaa. Osakkeiden kassavirrat diskontataan enimmillään 20–30 vuoden kassavirtojen perusteella ja lopulta niiden nykyarvo on lähellä nolaa ajanjakson lopussa. Tästä syystä 10 vuoden velkakirjan käyttäminen on osakkeiden osalta optimaalista, sillä se on suurin piirtein arvonmääritysperiodin keskivaiheilla. (Kallunki & Niemelä 2012, 142–143.)

Riskitön korko tulee valita sen mukaan, missä valuutassa yhtiö toimii. Kuponkikorkoprosentin lisäksi valuuttakurssi vaikuttaa huomattavasti riskittömän koron arvoon. Yhdysvaltojen dollari on vahvistunut euroa kohden yli 10 % tänä vuonna ja käyttäessään Yhdysvaltojen kuponkikorkoa on mahdollista, että valuuttakurssien heittelyt heiluttavat velkakirjoista

saatavaa tuottoa ajanjaksolla jopa kymmenillä prosenteilla. Euroalueen sisällä käytettävä riskitön korko on yleisesti ottaen alin euroalueen riskitön korko (Damodaran 2008, 10–12). Joissakin tapauksessa voi olla järkevää käyttää markkinan riskipreemion lisäksi maariskipreemiota. Tällöin myöhemmin esitettyyn CAP-mallin kaavaan lisätään markkinariskipreemion (MRP) lisäksi CRP, eli maariskipreemio (Country Risk Premium) (Seppänen 2017, 234). Yleisesti ottaen euroalueen riskittömänä korkona käytetään kuitenkin Saksan valtion 10-vuotista velkakirjaa, joka on Bloombergin mukaan kirjoitushetkellä marraskuun puolivälissä 2,15 % (Bloomberg 2022).

4.2 Tuottovaatimuksen määrittäminen

Tuottovaatimuksen eli diskonttauskoron määrittämisessä käytetään kahta työkalua: CAPmalli (Capital Asset Pricing Model), eli pääomamarkkinoiden hinnoittelumalli, sekä WACCmalli (Weighted Average Cost of Capital), eli koko pääoman tuottovaatimus. Julkisesti listatun yhtiön pääomankustannus on tyypillisesti matalampi, kuin listaamattoman, sillä julkisesti listatulla on pääsy halvempaan rahoitukseen rahamarkkinoiden kautta. Lisäksi julkisesti listatun yhtiön osakkeilla voidaan käydä kauppaa, joka laskee oman pääoman riskiä, ja sitä kautta tuottovaatimusta. Tuottovaatimus ei ole staattinen, vaan vaihtelee ajan ja taloussyönteiden mukana. (Seppänen 2017, 223–224.)

Diskonttauskorko on vaihtoehtoiskustannus odotetulle tuotolle riskipitoisemmasta kohteesta. Diskonttauskoron merkitys vaihtelee katsontakannan mukaan. Yritykselle diskonttokorko on pääomankustannus, joka kuvaa investointeja tehdessä tuottovaatimusta projektille. Sijoittajan näkökulmasta diskonttokorko on tuottovaatimus yritykselle, joka yrityksen pitäisi saavuttaa riskittömän koron yli. Tuottovaatimuksen määrään vaikuttaa yrityksestä itsestään riippumattomat seikat, kuten maailmantalouden tilanne, valtionlainojen korot sekä odotettu inflaatio. Mitä suurempaa epävarmuus toimintaympäristössä on, sitä suurempaa tuottovaatimusta vaaditaan sekä omalle-, että vieraalle pääomalle. (Seppänen 2017, 224.)

4.2.1 CAP-Malli

CAP-mallia käytetään yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen selvittämiseen. Oman pääoman tuottovaatimus on vieraaseen pääomaan verrattuna haastavampi selvittää, sillä vieraan pääoman kustannus voidaan arvioida yhtiön maksamista koroista suhteessa lainan määrään. CAP-mallilla saatua oman pääoman tuottovaatimusta voidaan myöhemmin käyttää selvittämään koko pääoman tuottovaatimus WACC-mallin avulla. CAP-mallissa oleellista on riskin jakautuminen systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Sijoittajan tuottovaatimukseen vaikuttaa systemaattinen riski, joka on seurausta markkinoiden vaihtelusta. Tätä mitataan beta-kertoimella. Epäsystemaattista riskiä sijoittaja voi halutessaan poistaa

hajauttamalla yrityskohtaista riskiä omassa portfoliossaan, joten yrityskohtaisten riskien ei tule vaikuttaa yksittäisen yhtiöiden tuottovaatimukseen. (Kallunki, Niemelä 2012, 148–151.)

CAP-mallin oman pääoman tuottovaatimus voidaan esittää kaavan muodossa Seppäsen (2017, 224) mukaan seuraavasti

$$R_e = R_f + MRP \times \text{Beta} (\beta)$$

Kaava 3 CAP-mallin kaava

Jossa

R_e = Oman pääoman tuottovaatimus

R_f = Riskitön korko

MRP = Markkinariskipreemio

Beta(β) = Beta eli systemaattista riskiä kuvaava kerroin

Riskitön korko (R_f) kuvaa teoriassa täysin riskittömän kohteen tuotto-odotusta. Käytännössä riskitön korko on arvonmäärityskohteelle relevantin alueen valtionlainan korko. Riskitöntä korkoa on käsitelty aiemmin luvussa 4.1.

MRP eli markkinariskipreemio tarkoittaa tuotto-riski-suhteen mukaisesti vaadittavaa lisätuottoa riskisemmistä osakkeista suhteessa riskittömämpiin sijoituskohteisiin. Vaadittu preemio tarkoittaa myös sitä, että pitkällä aikavälillä osakkeiden tuotto ylittää velkakirjojen tuoton. Markkinariskipreemio voidaan arvioida ainakin kolmella erilaisella tavalla:

- Historiallinen ero osakeindeksin ja valtion velkakirjojen tuoton välillä. Tässä tapauksessa $MRP = R_m - R_f$. Tällä tyyllillä käytetään pitkiä aikasarjoja arvioimaan markkinariskipreemiota historiallisilla toteumilla.
- Osakkeen hinnasta ilmenevä markkinaehtoinen riskipreemio, jossa käytetään markkinatoimijoiden arviota riskipreemiosta osakkeen hinnassa. Menetelmä on epäsuora, eli implisiittinen ja voidaan esittää vakiokasvun DCF-mallin avulla seuraavasti

$$k = \frac{FCF}{V} + g$$

Kaava 4 Vakiokasvun malli

Jossa

k = Tuottovaatimus

FCF = Kassavirrat

V = Markkina-arvo

g = Odotettu vakiokasvu

Damodaran raportoi verkkopalvelussaan implisiittiset markkinariskipreemiot, jota myös tässä työssä käytetään. (Seppänen 2017, 234.)

- Kolmas tapa arvioida markkinariskipreemiota on kyselytutkimuksiin pohjautuva metodi. PwC eli PricewaterhouseCoopersin tutkimuksen mukaan markkinariskipreemio olisi 6,3 %–8,3 % (PwC 2022). Seppäsen kirjan mukaan markkinariskipreemio vaihtelee tavallisesti neljän ja kuuden prosenttiyksikön välillä. Hän mainitsee myös kyselytutkimusten vastausten alhaisen lukumäärän vaikuttavan toisinaan tuloksen luotettavuuteen. Suurilla kansainvälisillä markkinoilla riskipreemiot ovat tavallisesti matalampia, kuin pienemmillä markkinoilla. Markkinariskipreemio on yhdessä betan kanssa arvio perustuen historialliseen toteumaan. Jos tulevaisuuden kehitys poikkeaa merkittävästi historiallisesta kehityksestä, on mittausvirheen mahdollisuus merkittävä. (Seppänen 2017, 235.)

Beta (β) on tuotto-riski-suhteen perusteella määräytyvä luku, joka kertoo yksittäisen osakkeen riskistä suhteessa osakeindeksiin. Beta kertoo yhtiön operatiivisesta- sekä rahoitus-riskistä vieraan pääoman käytön osalta (Seppänen 2017, 236). Osakeindeksin beta on 1. Jos osakkeen, jota verrataan indeksiin, beta on 0,9, tarkoittaa se sitä, että osake liikkuu 0,9 % osakeindeksin liikkeessa 1 %. Osakevalintaan beta vaikuttaa siten, että nousukaudella kannattaa suosia osakkeita, joiden beta on yli yhden ($\beta > 1$). Tällöin sijoittaja saa indeksiä korkeamman tuoton. Nousukauden kääntyessä laskuun beta toimii sijoittajan näkökulmasta väärin päin. Ostaessaan korkean betan osaketta, silloin, kun osakkeet laskee, osakkeet laskevat markkinaindeksiä enemmän. Laskukaudella kannattaa siis suosia osakkeita, joiden beta on ($\beta < 1$). Beta-kerroin lasketaan osakkeiden aikaisemmista tuotoista regressioanalyysin avulla. Regressioanalyysissä apuna käytetään Sharpen markkinamallia, jossa yksittäisen osakkeen oletetaan liikkuvan yleisindeksin mukana alla olevan yhtälön mukaisesti

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Kaava 5 Regressioyhtälö

Jossa

R_{it} = osakkeen i tuotto hetkellä t

α_i = vakiotermi osakkeelle i, jonka oletetaan pitkällä aikavälillä olevan 0

β_i = osakkeen i beta-kerroin

R_{mt} = markkinasalkun eli yleisindeksin tuotto hetkellä t

ε_{it} = tilastollinen virhetermi

(Kallunki, Niemelä 2012, 150, 154).

Beta-kertoimen saa monesta palvelusta valmiiksi laskettuna ja myös tässä tutkimuksessa käytetään valmiiksi laskettua Beta-kerrointa.

4.2.2 WACC-malli

Arvonmäärityksessä käytetään usein pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen WACCmallia (Weighted Average Cost of Capital). WACC yhdistää oman- ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen ja painottaa ne kohdeyrityksen pääomarakenteen mukaisesti. Näin saadaan keskimääräinen pääomankustannus, eli WACC. Keskimääräinen pääomankustannus on yleisimmin käytetty diskonttauskorko yrityksen arvonmäärityksessä ja sitä käytetään sijoittajien näkökulmasta arvioimaan yhtiön tuottovaatimusta sekä yhtiön näkökulmasta arvioimaan investointien kannattavuutta. WACC laskennassa huomioidaan yhtiön maksamat tuloverot. Joskus voi kuitenkin olla järkevää laskea WACC myös ennen verojen vaikutusta. Seppänen esittää kirjassaan esimerkkitilanteeksi IFRS- (International Financial Reporting Standards) kirjanpitokäytännön mukaisen arvonmäärityksen arvonalennusteitä varten. WACC laskennassa tulee käyttää ajankohtaisia markkinahintoja kaavan komponenttien osalta (Seppänen 2017, 226–228). Kuten aiemmin on todettu, tuottovaatimus ei ole staattinen, vaan vaihtelee markkinaliikkeiden mukaan. Jos esimerkiksi riskitön korko nousee prosenttiyksiköllä WACC määrittämisen jälkeen ennen kuin pääomankustannusta sovelletaan arvonmääritysmalleihin, saadaan mallilla virheellinen tulos. Alla WACC-mallin kaava ja selitykset Kallunki & Niemelä (2012, 181) mukaan

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_D (1 - T_C)$$

Kaava 6 WACC-malli

Jossa

E = Yrityksen omanpääoman (markkina-)arvo

D = Vieraan pääoman (markkina-)arvo

V = Koko pääoman (markkina-)arvo

R_E = Oman pääoman tuottovaatimus

R_D = Vieraan pääoman tuottovaatimus

T_C = Yhtiöverokanta

Seppäsen (2017, 229–230) mukaan vieraan pääoman eli velan käyttö liiketoiminnassa vaikuttaa yhtiön pääomankustannukseen. Rahoitusteoriassa optimaalinen vieraan ja oman pääoman suhde määritellään pisteenä, jossa painotettu keskimääräinen pääomankustannus (WACC) on pienimmillään. Pienin mahdollinen WACC puolestaan arvottaa yhtiön oman pääoman suurimmalle mahdolliselle tasolle. Vieraan pääoman tuottovaatimus on yleisesti ottaen omaa pääomaa pienempi, joten velkaa käyttävä yritys hyötyy tiettyyn pisteeseen asti velkarahoituksesta pääomankustannuksen osalta. Pienin mahdollinen pääomankustannus puolestaan kasvattaa kaikkien tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoja. Velkarahan pienempi tuottovaatimus johtuu vieraan pääoman asemasta yrityslainsäädännössä. Velkojalla on aina pääsy yhtiön rahavaroihin ennen omaa pääomaa ja saavat oman osuutensa pois konkurssitilanteesta ennen osakkeenomistajia. Vieraille pääomalle on myös taattu velkarahoitusopimuksen mukainen kuponkikorko, kun osakkeenomistajat kantavat yhtiön operatiiviset riskit ja saattavat jäädä kokonaan ilman tuottoa heikkojen aikojen sattuessa. Tämän takia oman pääoman ehtoisella rahoituksella on korkeampi tuottovaatimus vieraaseen pääomaan verrattuna.

Velan käyttöön liittyy Seppäsen (2017, 230) mukaan myös kustannus. Lisääntyvä velka suhteessa yhtiön tuottamiin kassavirtoihin kasvattaa maksuhäiriöriskiä ja rahoitusriskiä. Kohonnut maksuhäiriöriski kasvattaa sekä oman-, että vieraan pääoman tuottovaatimusta, joka näkyy kohonneena operatiivisena- ja rahoitusriskinä. Riskiä voidaan mitata esimerkiksi tarkkailemalla yhtiön velan suhdetta omaan pääomaan, tai käyttämällä ICR:ää (Interest Coverage Ratio), joka kertoo EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) suhteen yhtiön

korkokuluihin. Jos ICR laskee alle yhden, eli yhtiön tuottamat kassavirrat eivät riitä kattamaan velkakuluja, ei yhtiö pysty suoriutumaan velkojen maksusuorituksista, joka nostaa rahoitusriskiä (Corporatefinanceinstitute 2022). Luottoluokittajayritykset kuten Moody's, S&P Global ja Fitch arvioivat yhtiöiden luottokelpoisuutta. Luottokelpoisuuden määrittämisen jälkeen yhtiöille annetaan arvosana, jonka mukaan yhtiö sijoittuu joko IG- (Investment Grade) tai roskalainaluokkaan (junk bond). Roskalainaluokkaan joutumisen jälkeen yhtiön velan kustannukset nousevat huomattavasti ja rahoituksen saanti vaikeutuu. Tämän takia monilla yhtiöillä on tavoitteena ylläpitää Investment Grade- tasoista luottoluokitusta, jotta investoinnissa käytettävän vieraan pääoman kustannus ei kohoa kohtuuttoman suureksi nostaen diskonttokorkoa.

Vapaita kassavirtoja diskontattaessa WACC ei huomioi vieraan pääoman hyödyllisiä vaikutuksia suhteessa omaan pääomaan. Sen sijaan WACC huomioi yrityslainsäädännön kautta syntyvän verovähennyskelpoisuuden korkojen osalta. Vieraan pääoman hyödyt huomioidaan siis epäsuorasti diskonttokoron kautta. Tämä tarkoittaa Seppäsen (2017, 231) mukaan sitä, että kahden samanlaisen yrityksen diskonttokorot vaihtelevat yrityskohtaisen velkamäärän mukaan. Yrityksistä se, joka käyttää liiketoiminnassaan enemmän velkaa, saa WACC:lla arvioituun diskonttokorkoon alemman arvon. Tämä on kuitenkin Seppäsen mukaan epäjohdonmukaista, sillä liiketoiminnan arvo vaihtelee yhtiöiden rahoitusratkaisujen perusteella. Intuiivisesti ajateltuna velkarahan luulisi kasvattavan yhtiön rahoitusriskiä ja täten pääoman tuottovaatimusta. Lopputulokseen voidaan kuitenkin vaikuttaa käyttämällä oletettua velkaisuussuhdetta ja olettaa rahoitusrakenteen olevan vastaava myös muilla samanlaisilla yrityksillä. Toinen vaihtoehto on käyttää APV-mallia, jossa kassavirrat diskontataan keskimääräisen pääomankustannuksen sijaan oman pääoman tuottovaatimuksella. Tällöin vieraan pääoman vaikutus jätetään kokonaan huomioimatta.

5 Case-yhtiön esittely ja tilinpäätösanalyysi

5.1 L'Oréal

L'Oréal on vuonna 1909 perustettu kosmetiikan globaali johtaja noin 14 % markkinaosuudella. Hieman yli sadan vuoden olemassaolonsa aikana L'Oréal on kasvanut yritysostoin ja orgaanisesti tuottaen osakkeenomistajilleen moninkertaisesti markkinaindekseihin nähden. Jos olisit ostanut L'Oréalin osaketta vuonna 1973, olisit voinut maksaa P/E kertoimella mitattuna noin 280 kertaa toteutuneen tuloksen verran ja silti saavuttaa MSCI:n maailman indeksiä korkeamman tuoton (Smith 2022).

Tuotteet ja markkinat

L'Oréalin tuotteet voidaan jakaa neljään divisioonaan: L'Oréal Luxe, Consumer products, Active cosmetics sekä Professional products. Näissä divisioonissa L'Oréal tarjoaa asiakkailleen erilaisia kosmetiikkatuotteita, esimerkiksi meikkituotteita, hajuvesiä, hiustenhoitotuotteita sekä ihonhoitotuotteita.

L'Oréal Luxe divisioonan tuotteet ovat suunnattu keskiluokalle ja ylemmille tuloluokille ja ovat bruttokatteella mitattuna L'Oréalille toiseksi kannattavimpia tuotteita Active cosmetics – divisioonan jälkeen. L'Oréal Luxe oli vuonna 2021 suurin divisioona sekä liikevaihdolla, että liikevoitolla mitattuna. Kuvasta 3 nähdään L'Oréal Luxe -divisioonan brändiportfolio. (L'Oréal, 2022a.)



Kuva 3 L'Oréal Luxe brändiportfolio (L'Oréal 2022c)

Consumer products muodostuu jokapäiväisestä kosmetiikasta, joka on tarjolla myös alemmissa hintaluokissa. L'Oréal eroaa keskeisestä verrokistaan Estée Lauderista tässä

tuoteryhmässä, sillä Estée Lauderin brändiportfolio pitää sisällään ainoastaan korkeammissa hintaluokissa tarjottavia tuotteita. Consumer products oli vuonna 2021 toiseksi suurin divisioona ja toi toiseksi eniten liikevoittoa ollen heikoin divisioona prosentuaaliselta kannattavuudeltaan. Kuvasta 4 nähdään Consumer products -divisioonan brändiportfolio. (L'Oréal 2022a.)



Kuva 4 L'Oréal Consumer products brändiportfolio (L'Oréal 2022c)

Professional Products on L'Oréalin hiustenhoitoon keskittyvä tuoteryhmä ja on L'Oréalin pienin divisioona sekä liikevaihdolla, että liikevoitolla mitattuna. Myynti on keskittynyt kampanjoihin ja kauneushoitoloihin ja tuo suurimman osan liikevaihdostaan näiltä. Kuvasta 5 nähdään Professional Products -divisioonan brändiportfolio. (L'Oréal 2022a.)



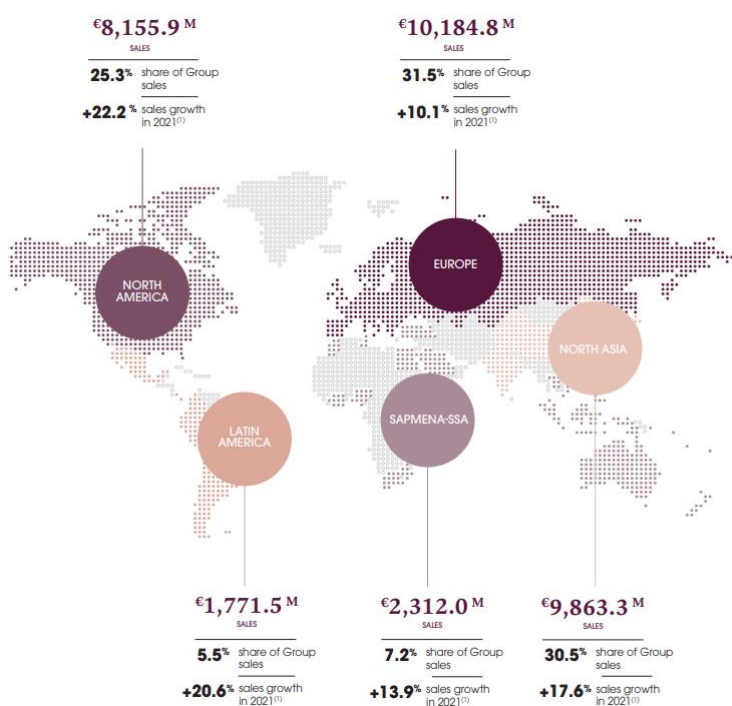
Kuva 5 L'Oréal Professional Products brändiportfolio (L'Oréal 2022c)

Active Cosmetics on maailman johtava dermocosmetiikkatuotteiden tarjoaja. Dermocosmetiikka tarkoittaa terveydenhuoltoammattilaisten hyväksymiä, herkälle iholle suunnattuja tuotteita, joita myydään pääosin apteekkeissa ja muissa terveydenhoitoon keskittyvissä liikkeissä. Active Cosmetics oli L'Oréalin ainut tuotedivisioona, joka kasvoi koronaviruspandemian aikana vuonna 2020. Liikevoittomarginaalilla mitattuna Active Cosmetics on kannattavin divisioona. Kuvasta 6 nähdään Active Cosmetics -divisioonan brändiportfolio. (L'Oréal 2022a.)



Kuva 6. L'Oréal Active Cosmetics brändiportfolio (L'Oréal 2022c)

Yhtiön liikevaihto on jakautunut maantieteellisesti kuvan 7 mukaisesti



Kuva 7. L'Oréal myynnin maantieteellinen jakauma 2021 (L'Oréal 2022a)

Valtaosa yhtiön myynnistä syntyy Pohjois-Amerikan, Euroopan sekä Pohjois-Aasian alueilla. Näille alueille on yhteistä suuri ja kasvava keskiluokka sekä korkea elintaso. On todennäköistä, että muut alueet, jotka edustavat ainoastaan vajaata 13 % yhtiön liikevaihdosta, kasvavat tulevaisuudessa suuremmiksi, kuin tällä hetkellä suurimmat alueet liikevaihdolla mitattuna. Näillä alueilla asuu yli 2/3 maapallon väestöstä ja talouskasvu ylittää länsimaiden ja Pohjois-Aasian tason. Nuo alueet kasvavat jo tällä hetkellä huomattavasti nopeammin, kuin muut markkinat. Esimerkiksi Intian myynnin kasvu vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla oli +45,5 %, Mexico +32,2 %, Persianlahden maat +68,7 % ja Brasilia 15 %. Globaalin kosmetiikkamarkkinan ennustetaan kasvavan 5–5,5 % vuositaitia ja saatavan noin 415 miljardin Yhdysvaltojen dollarin koon vuonna 2028. (Fortune Business insights 2020) Eri tutkimusten mukaan arvio markkinan koosta vaihtelee hieman riippuen siitä, mitä lasketaan mukaan kosmetiikkamarkkinaan. Esimerkiksi L'Oréal ei itse laske

mukaan saippuaa, hammastahnaa eikä parranajo- tai muita ajovälineitä mukaan omiin arvioihinsa markkinan kasvusta (L'Oréal 2022a). Tutkimukset ovat kuitenkin yhtä mieltä markkinan kasvuvauhdista, jonka ennustetaan olevan 5–5,5 % (Researchdive 2021, Global Market Estimates 2021, Grand view research 2022, Statista 2022). Edellä mainittujen markkinatutkimusten ennustamaa markkinan kasvua käytetään tämän tutkimuksen kassavirtamallissa ennustamaan keskipitkän aikavälin kassavirtoja.

5.2 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysin keskeisimpiä teemoja on käsitelty luvussa 2.2.1. Näitä olivat:

- tuloslaskelma
- tase
- rahavirtalaskelma
- johdon katsaus tulevaisuudesta.

Opinnäytetyössä käytetään lähivuosien taloudellisen kehityksen osalta analyytikoiden konsensusennusteita sekä keskipitkän aikavälin osalta kosmetiikkamarkkinan tutkimuksia. Opinnäytetyössä ei ole tarkoitus mallintaa osakkeen käypää arvoa omien ennusteiden pohjalta. Täten tässä luvussa keskitytään pintapuolisesti L'Oréalin toteutuneisiin lukuihin edellisiltä tilikausilta.

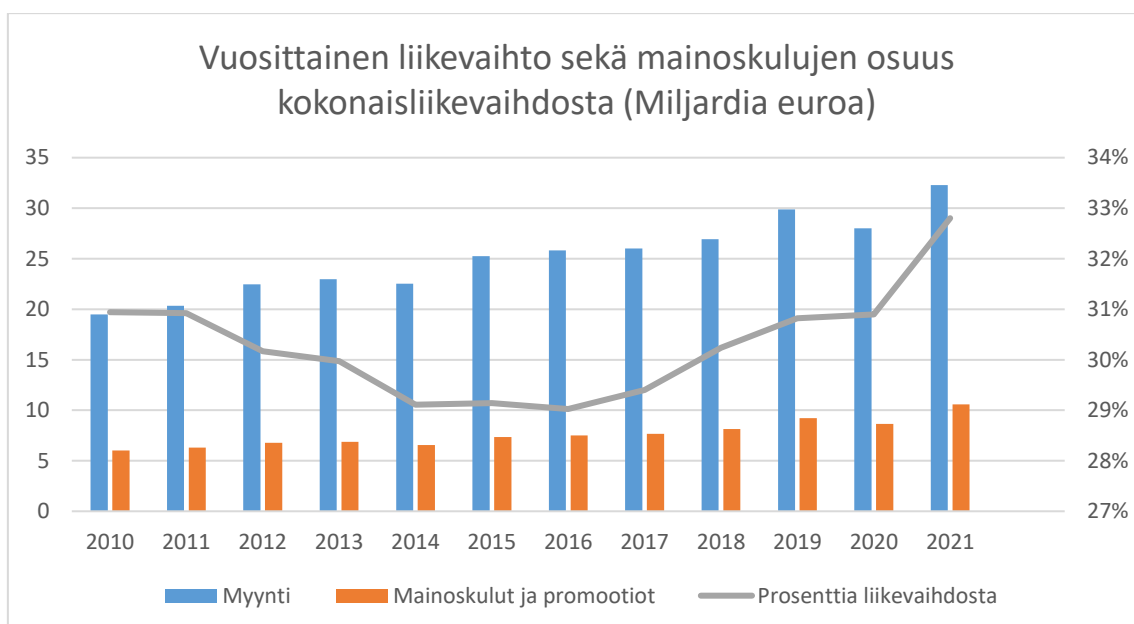
Kallunkin ja Niemelän (2012, 35) mukaan tilinpäätösanalyysissä on pohjimmiltaan tarkoitus hahmottaa kohdeyrityksen taloudellista tilaa ja arvioida ennusteina käytettävien ennusteiden luotettavuutta. Tutkimukset ovat osoittaneet yhtiöiden markkina-arvojen seuraavan yhtiöiden taloudellista kehitystä ja täten on tärkeää tarkastella kohdeyrityksen taloudellista tilannetta edellisiltä tilikausilta. Kuvassa 8 on L'Oréalin konsolidoitu tuloslaskelma vuosilta 2019–2021

€ millions	Notes	2021	2020	2019
Net sales	3.1	32,287.6	27,992.1	29,873.6
Cost of sales		-8,433.3	-7,532.3	-8,064.7
Gross profit		23,854.3	20,459.8	21,808.9
Research & Innovation expenses		-1,028.7	-964.4	-985.3
Advertising and promotion expenses		-10,591.0	-8,647.9	-9,207.8
Selling, general and administrative expenses		-6,074.2	-5,638.5	-6,068.3
Operating profit	3.1	6,160.3	5,209.0	5,547.5
Other income and expenses	4	-432.0	-709.0	-436.5
Operational profit		5,728.3	4,500.0	5,111.0
Finance costs on gross debt		-38.0	-79.2	-75.4
Finance income on cash and cash equivalents		18.5	19.8	28.7
Finance costs, net		-19.4	-59.4	-46.7
Other financial income and expenses	9.4	-40.2	-36.5	-16.0
Sanofi dividends		378.3	372.4	363.0
Profit before tax and associates		6,046.9	4,776.5	5,411.4
Income tax	6	-1,445.4	-1,209.8	-1,657.2
Share of profit in associates		0.6	0.9	1.0
Net profit		4,602.2	3,567.6	3,755.2
Attributable to:				
• owners of the company		4,597.1	3,563.4	3,750.0
• non-controlling interests		5.1	4.2	5.2
Earnings per share attributable to owners of the company (euros)		8.24	6.37	6.70
Diluted earnings per share attributable to owners of the company (euros)		8.21	6.34	6.66
Earnings per share attributable to owners of the company, excluding non-recurring items (euros)	11.4	8.86	7.33	7.78
Diluted earnings per share attributable to owners of the company, excluding non-recurring items (euros)	11.4	8.82	7.30	7.74

Kuva 8 L'Oréalin konsolidoitu tuloslaskelma 2019–2021 (L'Oréal 2022a)

Luvuista voidaan huomata, että liikevaihto on kasvanut jokaisella tilikaudella, jos ei huomioida koronaviruspandemiaa, jolloin maailma pysähtyi hetkellisesti. Pandemiasta huolimatta L'Oréal on pysynyt voitollisena koko katsauskauden ajan ja pystynyt kasvattamaan osinkoaan kaikilta muilta tilikausilta paitsi 2020 tilikaudelta. Yhtiön marginaalit ovat lisäksi parantuneet niin operatiivisen-, kuin nettotuloksen osalta. Marginaaliparannus on yhtiölle rakenteellista myynnin lisääntymisen seurauksena, sillä kiinteät kulut edustavat pientä osuutta kokonaiskuluista ja suurin kuluerä, mainostaminen, on pitkälti johdon harkinnanvarainen. Yhtiön bruttomarginaali oli 73,9 % vuonna 2021. Yhtiö saa lisäksi osinkoja omistamistaan Sanofin osakkeista. Sanofin osakkeet ovat myös keskeinen osa yhtiön tasetta. (L'Oréal 2022a.)

Valmistuskulujen ulkopuoliset kulut ovat tuotekehitys ja innovaatio, myynti ja hallintokulut sekä mainostamiseen liittyvät kulut. Suurin kuluerä on mainoskulut ja ne ovat olleet keskimäärin noin 30 % liikevaihdosta. Kuvio 1 on esitettyä kuvaaja mainostamisen kuluista edelliseltä vuosikymmeneltä suhteessa liikevaihtoon. Mainostamisen määrä on harkinnanvarainen ja yhtiö tarkastelee omien sanojensa mukaan muun muassa mainostamisen ROI % (Return Of Investment %) määrittäessään mainostamiseen allokoitua pääomaa. (L'Oréal 2022a.)



Kuvio 1 Liikevaihto ja mainostuskulojen osuus liikevaihdosta (L'Oréal 2011–2022)

L'Oréalin tase on esitetty kuvassa 9. Vastaavaa puolella suurimmat erät ovat liikearvo, joka on syntynyt ostettujen brändien mukana sekä pysyvät vastaavat. Luvussa 2.2.1 on käsitelty liikearvoa yhtiön riskienhallinnan näkökulmasta. Pysyvät vastaavat ovat jakaantuneet koneisiin, kalustoon ja yhtiön Sanofin osakeomistukseen. Muita taseen eriä ovat muun muassa inventaariot ja käteisvarat. Käteisvarat ovat tippuneet huomattavasti vuonna 2021, vaikka vuosi oli L'Oréalin näkökulmasta erinomainen. Käteisvarojen lasku johtuu omien osakkeiden ostosopimuksesta yhtiön toiseksi suurimman omistajan, Nestlén kanssa, jolta L'Oréal osti noin 4 % osakekannastaan takaisin käyttäen kassavaroja sekä vierasta pääomaa. Taseen vastaavaa puoli koostuu yhtiön omasta pääomasta, sekä varauksista ja vierasta pääomasta. Yhtiön oma pääoma koostuu suurimmaksi osaksi edellisten tilikausien voitosta. Tilikaudella 2021 oma pääoma pieneni aikaisemmin käsitellyn omien osakkeiden takaisinoston seurauksena. Yhtiö on historiallisesti käyttänyt liiketoiminnassaan hyvin vähän velkaa ja velkamäärä vuoden 2021 lopussa on poikkeuksellinen tapahtuma johtuen osakkeiden takaisinostoista. Velan suhde omaan pääomaan on kuitenkin kohtuullisen matala, ja edustaa noin puolen vuoden käyttökatetta. Yhtiöllä ei siis näillä näkymin ole edessään rahoitukseen liittyviä riskejä, eikä täten tarvitse huomioida määrittäessä pääoman kustannusta. (L'Oréal 2022a.)

ASSETS

€ millions	Notes	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Non-current assets		30,937.6	29,046.8	29,893.3
Goodwill	7.1	11,074.5	10,514.2	9,585.6
Other intangible assets	7.2	3,462.8	3,356.3	3,163.8
Right-of-use assets	3.2	1,507.6	1,525.3	1,892.3
Tangible assets	3.2	3,266.2	3,225.2	3,644.3
Non-current financial assets	9.3	10,920.2	9,604.8	10,819.1
Investments accounted for under the equity method	8	9.9	11.1	10.9
Deferred tax assets	6.3	696.5	809.9	777.3
Current assets		12,075.8	14,560.1	13,916.5
Inventories	3.3	3,166.9	2,675.8	2,920.8
Trade accounts receivable	3.3	4,021.0	3,511.3	4,086.7
Other current assets	3.3	2,037.9	1,732.7	1,474.9
Current tax assets		136.2	234.4	148.1
Cash and cash equivalents	9.2	2,713.8	6,405.9	5,286.0
TOTAL		43,013.4	43,606.9	43,809.8

EQUITY & LIABILITIES

€ millions	Notes	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Equity	11	23,592.6	28,998.8	29,426.0
Share capital		111.5	112.0	111.6
Additional paid-in capital		3,265.6	3,259.8	3,130.2
Other reserves		19,092.2	18,642.5	16,930.9
Other comprehensive income		5,738.6	4,304.5	5,595.8
Cumulative translation adjustments		-279.1	-889.2	-99.2
Treasury shares		-8,940.2	—	—
Net profit attributable to owners of the company		4,597.1	3,563.4	3,750.0
Equity attributable to owners of the company		23,585.7	28,993.0	29,419.3
Non-controlling interests		6.9	5.8	6.7
Non-current liabilities		2,837.6	3,478.0	3,515.3
Provisions for employee retirement obligations and related benefits	5.4	360.6	1,013.5	772.9
Provisions for liabilities and charges	12.1	63.8	56.8	56.9
Non-current tax liabilities	6	344.8	397.9	310.2
Deferred tax liabilities	6.3	810.3	706.6	737.7
Non-current borrowings and debt	9.1	10.7	8.5	9.6
Non-current lease debt	9.1	1,247.5	1,294.7	1,628.0
Current liabilities		16,583.2	11,130.1	10,868.5
Trade accounts payable		6,068.1	4,764.5	4,658.4
Provisions for liabilities and charges	12.1	1,223.3	1,224.7	1,117.8
Other current liabilities	3.4	3,980.8	3,682.5	3,508.5
Income tax		268.9	215.1	334.8
Current borrowings and debt	9.1	4,619.4	856.4	841.2
Current lease debt	9.1	422.8	386.9	407.9
TOTAL		43,013.4	43,606.9	43,809.8

Kuva 9 L'Oréalin tase 2019–2021 (L'Oréal 2022a)

Kuvassa 10 olevasta kassavirtalaskelmasta nähdään merkittävimmän eron operatiivisen kassavirran ja tuloksen välillä olevan poistot ja arvonalentumiset. Luvussa 2.2.1 siteerataan tilinpäätöksen riskienhallintaraportin mainintaa liikearvon poistosta. L'Oréal ei poista ostettujen brändien mukana tulevaa liikearvoa vaan arvioi vuosittain sen käypää arvoa. Lisäksi poistoissa ilmenee aineellisen omaisuuden poistot. Muita merkittäviä eriä kassavirtalaskelmassa on aikaisemmin mainittu osakkeiden takaisinostosopimus sekä siihen liittyvän velan liikkeellelasku. L'Oréalille on lisäksi tyypillistä ostaa osana liiketoimintaansa uusia kosmetiikkabrändejä. Ostojen arvo vaihtelee vuosittain, joten niihin liittyviä kassavirtoja ei voida ennustaa riittäväällä tarkkuudella. L'Oréal on suorittanut kymmeniä liiketoimintakauppoja osana sen yli 100-vuotista historiaa ja useimmissa tapauksissa yhtiö hankkii kilpailevan brändin osaksi omaa portfolioaan. (L'Oréal 2022a.)

€ millions	Notes	2021	2020	2019
Cash flows from operating activities				
Net profit attributable to owners of the company		4,597.1	3,563.4	3,750.0
Non-controlling interests		5.1	4.2	5.2
Elimination of expenses and income with no impact on cash flows:				
• depreciation, amortisation, provisions and non-current tax liabilities		1,781.0	2,028.1	1,958.3
• changes in deferred taxes	6.1	83.6	-10.1	-42.5
• share-based payment (including free shares)	5.5	155.2	129.7	144.4
• capital gains and losses on disposals of assets		0.5	3.6	-14.0
Other non-cash transactions		16.5	5.8	1.9
Share of profit in associates net of dividends received		1.3	-0.6	-1.0
Gross cash flow		6,640.4	5,724.1	5,802.3
Changes in working capital	3.5	88.0	729.2	460.5
Net cash provided by operating activities (A)		6,728.4	6,453.3	6,262.8
Cash flows from investing activities				
Purchases of tangible and intangible assets		-1,075.2	-972.4	-1,231.0
Disposals of tangible and intangible assets		14.5	26.6	16.6
Changes in other financial assets (including investments in non-consolidated companies)		-117.3	-66.5	-65.9
Effect of changes in the scope of consolidation	2.2	-455.7	-1,626.8	-9.3
Net cash from investing activities (B)		-1,633.7	-2,639.1	-1,289.6
Cash flows from financing activities				
Dividends paid		-2,352.1	-2,190.6	-2,221.1
Capital increase of the parent company		5.8	129.7	60.0
Disposal (acquisition) of Treasury shares		-10,060.9	—	-747.3
Purchase of non-controlling interests		—	—	—
Issuance (repayment) of short-term loans		3,939.4	-74.8	-354.9
Issuance of long-term borrowings		—	—	—
Repayment of long-term borrowings		—	-3.6	-0.6
Repayment of lease debt		-396.4	-451.8	-425.8
Net cash from financing activities (C)		-8,864.2	-2,591.1	-3,689.6
Net effect of changes in exchange rates and fair value (D)		77.4	-103.2	10.5
Change in cash and cash equivalents (A+B+C+D)		-3,692.1	1,119.9	1,294.0
Cash and cash equivalents at beginning of the year (E)		6,405.9	5,286.0	3,992.0
CASH AND CASH EQUIVALENTS AT THE END OF THE PERIOD (A+B+C+D+E)	9.2	2,713.8	6,405.9	5,286.0

Kuva 10 L'Oréalin kassavirtalaskelma 2019–2021 (L'Oréal 2022a)

L'Oréal ei anna tuloksensa mukana ohjeistusta tulevalle tilikaudelle. Lisäksi yhtiö raportoi tuloksensa ainoastaan puolivuositain ja ensimmäisen ja kolmannen kvartaalin osalta julkaistaan pelkkä liikevaihto. Tämä vaikeuttaa huomattavasti johdon kommenttien tulkintaa, jota on käsitelty lyhyesti luvussa 2.2.1. Yhtiö järjestää kaikilta neljältä kvartaalilta tulospuhelun, mutta ensimmäisen ja kolmannen kvartaalin osalta puheluissa ei käsitellä kannattavuutta eikä vastata suoraan kannattavuutta koskeviin kysymyksiin. Yhtiö ja sen johtohenkilöt ovat kuitenkin lähestulkoon aina optimistisia markkinan kasvusta, sekä yhtiön pärjäämisestä markkinaa paremmin. Yhtiön toimitusjohtaja käyttääkin yhtiöstään ja markkinasta paljon ylistäviä sanamuotoja, kuten alla olevasta sitaatista voidaan huomata.

“As always, in 2022, our brands will once again be on the offense in terms of innovations to offer superior products and experiences to consumers around the world. And as far as the economics of sanitary situation is concerned, L'Oréal will leverage its ideally balanced profile and its agility to keep outperforming the beauty market. In such an unstable world this balance is a winning superpower. Now looking beyond 2022, I'm even more optimistic and ambitious. We are in the best position to enjoy years of sustainable and profitable growth.” (Hieronimus 2022.)

“Our portfolio of brands is stronger than ever. The group counts 8 billion dollar brands whose growth was double-digit in 2021. We have several candidates to join that prestigious club in the near future.” (Hieronimus 2022.)

Ennemmin tai myöhemmin yhtiön liikevaihdon kasvu taantuu bruttokansantuotteen kasvun tasolle. Yhtiön on kuitenkin mahdollista pystyä kasvattamaan tulostaan vielä pitkään bruttokansantuotetta nopeammin, sillä yhtiö voi optimoida kulupohjaansa etenkin vähentämällä mainostuksen prosentuaalista osuutta liikevaihdosta, joka on esitetty aikaisemmin. Vuoden 2022 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana yhtiö kasvatti raportoitua liikevaihtoaan 20,9 %. Vahva liikevaihdon kasvu selittyi osittain euron heikentymisestä muita valuuttoja kohten, mutta valuuttaoikaistunakin kasvua tuli 13,9 %. Yhtiö onnistui inflatorisessa ympäristössä lisäksi laajentamaan liikevoittomarginaaliaan 0,70 %-yksikköä vahvojen hinnankorotusten seurauksena. Yhtiö kertoi tulospuhelussa, että noin puolet kasvusta on hinnankorotuksia ja puolet volyymikasvusta. Operatiivinen tulos kasvoi 25,2 % ja osakekohtainen tulos 30,8 %. Konsensusennusteet odottavat toisesta vuosipuoliskosta heikompaa kuin ensimmäisestä.

6 Arvonmäärityksen toteutus

6.1 Verrokkianalyysi

L'Oréalin tapauksessa verrokkiryhmä on helposti koottavissa listatuista yhtiöistä. Markkina on hyvin konsolidoitunut ja noin 10 yhtiötä muodostavat valtaosan toimialan liikevaihdosta. Suurimmalla osalla yhtiöitä kosmetiikka on vain osa liiketoimintaa. Esimerkiksi luksusyhtiö LVMH:n liikevaihdosta parfyymit ja kosmetiikka - divisioona muodosti vuonna 2021 noin 10 % liikevaihdosta, joka on noin 6,4 miljardia euroa (LVMH 2022). Tästä huolimatta kyseisen divisioonan liikevaihto on suurempi kuin pienimmän verrokkiyhtiön Cotyn vuosittainen liikevaihto (Coty 2022).

Verrokkiryhmä on muodostettu valitsemalla kosmetiikka-alan suurimmat toimijat huomioiden liiketoimintamallien samankaltaisuudet:

- Estée Lauder
- LVMH
- Unilever
- Procter & Gamble
- Coty
- Shiseido
- Beiersdorf
- Henkel
- Johnson & Johnson.

Jos verrataan yllä olevaa verrokkiryhmää Sharman ja Prasharin aiemmin esiteltyyn tutkimusartikkeliin, voidaan huomata yhtiöiden olevan kriteerien mukaisia. Yhtiöt toimivat yhdellä tai useammalla alalla, mutta yksi toimiala on kosmetiikkatuotteet. Yhtiöt toimivat globaalisti erilaisilla maantieteellisillä painotuksilla ja tuotteiden loppukäyttäjät ovat kuluttajat erilaisissa tuloluokissa painottuen keskiluokkaan. Yhtiöt jakelevat tuotteitaan pääsääntöisesti paikallisten kauppojen, erikoisliikkeiden ja verkkokauppojen välityksellä. Yhtiöiden taloudelliset profiilit ovat samankaltaisia, joskin yhtiökohtaisia eroja on paljon. Investoinnit suhteessa liikevaihtoon ovat kaikilla noin 5 % liikevaihdosta, Bruttomarginaalit ovat korkeita verrattuna yleisiin osakeindekseihin ja tuloslaskelman erät suhteessa liikevaihtoon muistuttavat kooltaan toisiaan. (Sharma & Prashar 2013, 30.)

L'Oréal omistaa noin 118 miljoonaa Sanofin osaketta, joiden markkina-arvo on kirjoitushetkellä noin 10,17 miljardia euroa (Yahoo finance 2022). Omistusta ei konsolidoida tuloslaskelmaan eikä L'Oréalin osuus Sanofin voitosta ilmene arvioitaessa operatiivisesta tuloksesta johdettuja lukuja. Täten on kohtuullista arvioida L'Oréalin yritysarvoon pohjautuvia lukuja myös oikaistuna Sanofin omistuksesta. L'Oréal saa osinkoja Sanofista, joten tulos-pohjaisiin vertailulukuihin oikaisua ei kokonaisuudessaan kannata tehdä ja osinkojen vaikutus on tässä jätetty kokonaan huomiotta. Sanofista oikaistut numerot ovat esitetty oman rivinään keskiarvon ja mediaanin alapuolella. Sanofin osalta on käytetty osakemäärää 118 277 307 ja osakekohtaista hintaa 86,04 € opinnäytetyön kirjoitushetkellä.

Verrokkiryhmä	Markkina-arvo		Yritysarvo		P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/B		EV/Liikevaihto		Osinkotuotto %	
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Estée Lauder	83301	85362	38,9	45	21,9	24,9	24,38	31,77	16,6	13,9	5,21	5,16	0,91	1,11		
LVMH	349870	367536	24,1	21,9	13,1	12,1	16,9	15,7	6,24	5,28	4,66	4,26	1,73	1,92		
Procter & Gamble	337848	363616	24,7	24,5	17,9	17,5	20,41	20,28	7,57	7,48	4,61	4,56	2,45	2,59		
Unilever	117687	140070	21,7	19	12,3	11,7	14,6	13,83	6,78	6,58	2,35	2,27	3,68	3,81		
Johnson & Johnson	460672	450478	22,2	20,3	13,7	12,8	15,21	14,58	5,9	5,45	4,74	4,51	2,48	2,61		
Shiseido	16184	16841	75	39,8	21,4	15,9	58,71	27,75	4,11	4,02	2,33	2,21	1,7	1,07		
Coty	6605	10447	100	40,5	11,8	10,9	17,7	15,4	2,3	1,94	2,05	1,98	0	0,28		
Beiersdorf	23215	18424	29	27,1	12,7	11,7	16,05	14,98	3,13	2,87	2,1	1,98	0,7	0,74		
Henkel	27475	28587	22,4	18,1	8,87	8,55	12,1	11,75	1,49	1,39	1,28	1,26	2,78	2,85		
L'Oréal	186300	191340	31,9	29,9	20,2	18,4	25,73	23,67	7,53	6,78	4,89	4,48	1,65	1,8		
Keskiarvo			39,0	28,6	15,4	14,4	22,2	19,0	6,2	5,6	3,4	3,3	1,8	1,9		
Mediaani			26,9	25,8	13,4	12,5	17,3	15,6	6,1	5,4	3,5	3,3	1,7	1,9		
Erotus vs mediaani			19 %	16 %	51 %	48 %	49 %	52 %	24 %	26 %	41 %	37 %	-4 %	-3 %		
EV ilman Sanofi omistusta		181168			19,6	18,14	24,36	22,42			4,73	4,4				
Erotus mediaaniin ilman Sanofia					46 %	46 %	41 %	44 %			36 %	35 %				

Taulukko 1 Verrokkiryhmän tunnusluvut

Taulukossa 1 on aikaisemmin kerrotun verrokkiryhmän sekä L'Oréalin tunnusluvut. Taulukko on koottu itse Marketscreenerin tarjoamista tunnusluvuista sekä konsensusennusteista. Yhtiöitä seuraavien analyytikoiden määrä vaihtelee, ja esimerkiksi verrokkiryhmän pienintä yhtiötä, Cotya seuraa 15 analyytikkoa, kun puolestaan L'Oréalia 25 analyytikkoa. Yhtiöitä seuraavia analyytikoita on kuitenkin kaikissa tapauksissa riittävästi, jotta yksittäisen analyytikon poikkeavat ennusteet eivät vaikuta analyysin lopputulokseen merkittävästi.

6.2 Kassavirtapohjainen analyysi

Aloitetaan arvonnäyttö määrittämällä L'Oréalille pääomankustannus. Ensimmäiseksi määritellään oman pääoman kustannus CAP-mallin avulla luvun 4.2.1 kaavan 3 mukaisesti

$$R_e = R_f + MRP \times \text{Beta} (\beta)$$

Jossa

R_e = Oman pääoman tuottovaatimus

R_f = Riskitön korko

MRP = Markkinariskipreemio

Beta(β) = Beta eli systemaattista riskiä kuvaava kerroin

Riskittömänä korkona käytetään Saksan 10-vuotista velkakirjaa. Riskitöntä korkoa ja sen valintaa on aikaisemmin käsitelty luvussa 4.1. Saksan 10-vuotisen velkakirjan korko on 2,15 % (Bloomberg 2022).

Markkinariskipreemion osalta käytetään Damodaran onlineen (2022) tarjoamaa maakoh-taista markkinariskipreemiota. Damodaranin mukaan L'Oréalin kotimaan Ranskan markki-nariskipreemio on 6,7 %. Markkinariskipreemiota on käsitelty luvussa 4.2.1.

Beta(β) kerroin on myös saatavilla Infrontanalyticsin kautta. L'Oréalin leveroitu beta on Inf-frontin mukaan 0,95 (Infrontanalytics 2022). Beta(β) kerrointa on käsitelty luvussa 4.2.1.

Seuraavaksi siirretään kaavassa tarvittavat tiedot kaavaan ja saadaan seuraava tulos

$$R_e = 2,15\% + 6,7\% \times 0,95$$

Jolloin $R_e = 8,515$

Seuraavaksi määritellään pääoman keskimääräinen kustannus eli WACC. Arvonmääritys-mallissa käytetty WACC kaava 6 on määritelty aiemmin luvussa 4.2.2 seuraavasti

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_D (1 - T_C)$$

Jossa

E = Yrityksen oman pääoman (markkina-)arvo

D = Vieraan pääoman (markkina-)arvo

V = Koko pääoman (markkina-)arvo

R_E = Oman pääoman tuottovaatimus

R_D = Vieraan pääoman tuottovaatimus

T_C = Yhtiöverokanta

Oman pääoman markkina-arvo saadaan tarkastelemalla yhtiön markkina-arvoa. L'Oréalin markkina-arvo on kirjoitushetkellä marraskuussa 2022 186,34 miljardia euroa (Yahoo Fi-nance 2022).

Vieraan pääoman markkina-arvo saadaan tarkastelemalla yhtiön korollisten velkojen mää-rää. L'Oréalin velkojen määrä on 7,99 miljardia puolivuotisraportin lopussa 30.6.2022 (L'Oréal 2022b).

Koko pääoman markkina-arvo saadaan laskemalla yhteen oman pääoman markkina-arvo sekä korollinen velka. Tuloksesta vähennetään yhtiön kassavarat ja saadaan koko pääoman markkina-arvo eli yritysarvo. Kassavarat puolivuotisraportissa olivat 2,987,4 miljardia euroa. L'Oréalin koko pääoman markkina-arvo on siis $186,34 + 7,99 - 2,987,4 = 191,34$.

Oman pääoman tuottovaatimus on määritelty aiemmin CAP-mallin avulla. Mallin tulokseksi saatiin 8,515 %.

Vieraan pääoman tuottovaatimus voidaan laskea usealla eri tavalla. Kallunki ja Niemelä (2012, 146) määrittelee teoksessaan tavat seuraavasti:

- Olemassa olevan vieraan pääoman keskikorko
- Uusien lainojen keskikorko, jos laina otettaisiin nyt
- Mallinnettuna CAP-mallilla
- CDS- (Credit Default Swap) markkinoilta saadun informaation hyödyntäminen.

L'Oréal on laskenut liikkeelle uutta velkaa edellisen 12 kuukauden aikana liittyen omien osakkeiden takaisinostoihin osana takaisinostosopimusta Nestlén kanssa. Kyseisten velkojen reaaliaikaiset korot ovat 2,51 %, 2,65 % sekä 1,17 % (Businessinsider 2022).

L'Oréal on historiallisesti käyttänyt hyvin vähän vierasta pääomaa ja valtaosan ajasta yhtiö operoi nettokassalla. Lasketaan vieraan pääoman tuottovaatimus laskemalla lainojen keskikorko $(2,51 + 2,65 + 1,17) / 3 = 2,11$ %.

Ranskan yhtiöverokanta on 1.1 2022 alkaen 25 % (Bacheley 2021).

Seuraavaksi siirretään kaavassa tarvittavat tiedot kaavaan 6 ja saadaan seuraava tulos

$$WACC = \left(\frac{186,34}{191,34} \right) \times 8,515 \% + \left(\frac{7,99}{191,34} \right) \times 2,11 \% \times (1 - 25 \%) = 0,8359$$

Jolloin WACC = 8,36 %

Pääoman kustannuksen laskemisen jälkeen tarkastellaan kassavirtaennusteita. Marketscreenerista (2022) on saatavilla yhtiötä seuraavien analyytikoiden konsensusennusteet liikevoiton, vapaan kassavirran sekä bruttoinvestointien osalta vuoteen 2024 asti. Kassavirtalaskelmassa niiden komponenttien osalta, joita ei ollut suoraan saatavilla, on käytetty oletuksena edellisen viiden vuoden keskiarvoa 2017–2021. Oletukset ovat

- Sanofista saadut osingot kasvavat 1,55 % CAGR:lla, (Compound Annual Growth Rate) joka on edellisen viiden vuoden toteuma laskettuna L'Oréalin tilinpäätöstiedoista.
- Operatiiviset verot 24 %, joka on edellisen viiden vuoden keskiarvo laskettuna jakamalla operatiiviset verot operatiivisilla tuloilla.
- Poistot 30,4 % liikevoitosta, joka on edellisen viiden vuoden keskiarvo. Poistoihin liittyy merkittävää epävarmuutta, jota on avattu aiemmin käyttäen L'Oréalin riskienhallintaraporttia luvussa 2.2.1. Valtaosa L'Oréalin liikearvosta on peräisin tuotemerkkien hankinnassa syntyneestä liikearvosta, jonka arvoa arvioidaan vuosittain.
- Käyttöpääoman muutos on laskettu viiden edellisen vuoden keskiarvona. Käyttöpääoman muutos on kassavirtalaskelmaan kirjattu samaksi koko ennusteperiodille.
- Bruttoinvestoinnit saadaan vuoteen 2024 asti konsensusennusteina marketscreenerista. 2024 jälkeisen periodin osalta käytetään edellisen viiden vuoden keskiarvoa suhteessa liikevoittoon.
- Muut erät ovat kassavirtalaskelmassa satunnainen erä, joka vaihtelee vuosittain. Konsensusennusteiden kautta tiedossa on vapaan kassavirran, bruttoinvestointien sekä liikevoiton määrä. Muiden erien osalta käytetään toteutuneiden lukujen keskiarvoja. Muut erät ovat tässä tapauksessa vapaan operatiivisen kassavirran sekä vapaan kassavirran erotus.

Tutkimuksen näkökulmasta käytetyillä oletuksilla ei ole oleellista merkitystä tutkimuksen lopputuloksen kannalta. Kassavirtamallissa arvioidaan diskontattua kassavirtaa ennusteperiodilta, jonka osalta käytetään konsensusennusteita. Lisäksi ennusteperiodin jälkeen käytetään luvussa 5.1 käsiteltyjen markkinatutkimusten arviota markkinoiden kasvusta. Tutkimusten mukaan kosmetiikkamarkkina kasvaa 5–5,5 % vuodessa vuoteen 2028 asti. Kassavirtamallissa käytetään 2025–2028 osalta markkinatutkimusten määrittämää alalaitaa 5 %. Terminaalikasvuoletuksena käytetään 2 % ja lisäksi herkkyyssanalyysissa tulos altistetaan arvoille 1,5–3,5 % väliltä. Taulukko 2 on koottu käyttäen tilinpäätöstietoja vuodelta 2021 sekä aikaisemmin käsiteltyjä konsensusennusteita vuosilta 2022–2024

Milj euroa	2021,0	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevoitto	5728	7435	8082	8775	9214	9674	10158	10666
+ osuus osakkuusyhtiöistä	379	385	391	397	403	409	415	422
- operatiiviset verot	1445	1784	1940	2106	2211	2322	2438	2560
= Operatiivinen kassavirta	4662	6035	6533	7066	7405	7762	8136	8528
+ poistot	1691	2260	2457	2668	2801	2941	3088	3242
+/- muutos käyttöpääomass	88	330	330	330	330	330	330	330
= Bruttokassavirta	6353	7966	8660	9403	9876	10373	10894	11441
- bruttoinvestoinnit	1075	1437	1611	1739	2103	2208	2318	2434
= Vapaa operatiivinen kassa	5189	6529	7049	7664	7774	8165	8576	9007
+/- muut erät	464	-292	-118	-306	-48	-53	-58	-63
= Vapaa kassavirta	5653	6237	6931	7358	7726	8112	8518	8944

Taulukko 2 Kohdeyrityksen vapaiden kassavirtojen laskelmat

Ennusteperiodit on jaettu kolmeen osaan. 2022–2024, jonka osalta käytetään yhtiötä seuraavien analyytikoiden konsensusennusteita, 2024–2028, jonka osalta käytetään markkinatutkimusten arvioimaa markkinan kasvua vapaan kassavirran ja liikevoiton kasvuna sekä terminaalivaihe. Tilinpäätöstietojen mukaan edellisen 11-vuoden (2010–2021) aikana L'Oréal on kasvattanut liikevaihtoaan 4,5 % vuodessa liikevoiton kasvaessa 6,5 % (L'Oréal, 2010–2021). Keskipitkän aikavälin ennusteilla ei odoteta tuloksen kasvavan liikevaihtoa nopeammin, vaikka historiallisesti näin on tapahtunut. Terminaalivaiheessa käytetään 2 % vuotuista kasvua, joka alittaa Ranskan historiallisen bruttokansantuotteen kasvun 3,06 % vuosilta 1950–2022 (Tradingeconomics 2022). Kasvu on kuitenkin trendinomaisesti hidastunut.

Arvonmääritys kassavirtamallilla suoritetaan kaavalla 1, jota on käsitelty kappaleessa 3.2

$$P_0 = \frac{FCF^1}{(1 + R_e)^1} + \frac{FCF^2}{(1 + R_e)^2} + \frac{FCF^3}{(1 + R_e)^3} + \dots + \frac{FCF^n}{(1 + R_e)^n}$$

Jossa

P_0 = Tulevien kassavirtojen arvo

FCF^n = Vapaan kassavirran määrä vuonna n

R_e = Pääoman tuottovaatimus, eli WACC, joka on määritetty aiemmin tässä luvussa. Tulokseksi saatiin WACC = 0,8359, eli 8,36 %

Sijoitetaan ennusteperiodien mukaiset arvot kaavaan siten, että jokainen kolmesta periodista lasketaan erikseen.

$$P_{2022-2024} = \frac{6237}{1 + 0,08359} + \frac{6931}{(1 + 0,08359)^2} + \frac{7358}{(1 + 0,08359)^3} = 17\,441,93$$

$$P_{2025-2027} = \frac{7726}{(1 + 0,08359)^4} + \frac{8112}{(1 + 0,08359)^5} + \frac{8518}{(1 + 0,08359)^6} = 16\,295,90$$

Terminaalijakson osalta käytetään Gordonin mallia, jota on käsitelty luvussa 3.2. Gordonin mallin kaava 2 alla:

$$TV_t = \frac{FCF_{T+1}}{(WACC - g)}$$

Jossa

TV_t = Terminaalijakson kassavirtojen arvo

FCF_{T+1} = Vapaa kassavirta terminaalijakson alussa

WACC = Keskimääräinen pääomankustannus

g = Terminaalijakson kasvu

Ennusteperiodin viimeisen vuoden, eli 2028 vapaa kassavirta sijoitetaan kaavaan. Pääoman keskimääräinen kustannus WACC on määritelty aiemmin tässä luvussa ollen 0,8359, eli 8,36 %. Terminaalijakson kasvua 2 % on käsitelty aiemmin tässä luvussa

$$TV_t = \frac{8944}{(0,08359 - 0,02)} = 140\,646,25$$

Gordonin mallista saatu tulos olettaa, että koko terminaalijakson kassavirrat ovat käytettävissä heti terminaalijakson ensimmäisenä vuotena. Tämän takia terminaalijaksot tulee diskontata tuottovaatimuksella käyttäen luvussa 3.2 käsiteltyä kaavaa 3

$$EV_0 = \frac{TV_T}{(1 + WACC)^T}$$

Jossa

EV_0 = Diskontatut terminaalijakson kassavirrat nykyhetkenä

TV_t = Terminaalijakson kassavirtojen arvo

$(1 + WACC)^T$ = Diskonttaustekijä potenssiin ennusteperiodin pituus

$$EV_0 = \frac{140646,25}{(1 + 0,08359)^7} = 86\,883,68$$

Laskemalla yhteen ennusteperiodit 2022–2024, 2025–2028 ja terminaalijakso, saadaan L'Oréalin pääoman arvo ilman yhtiön arvopaperisijoituksia, velkoja tai rahavaroja.

Pääoman arvo kassavirtamallilla on siis

$$17441,93 + 16295,96 + 86883,68 = 120\,621,51$$

Tarkka arvo = 120 621 507 373 euroa

Lisäksi pääoman arvoon lisätään yhtiön omistavat arvopaperit niiden käyvän arvon mukaan. L'Oréal omistaa 118 227 307 Sanofin osaketta ja näiden arvo käyttäen osakkeen sulkuhintaa perjantaina 18.11.2022 oli $118\,227\,307 \times 86,04$ euroa = 10 172 277 494 euroa. Rahavaroja yhtiöllä on 2,987 miljardia euroa ja velkaa 7,995 miljardia euroa. Luvut on tiivistetty kaavassa.

Oman pääoman arvo on siis euroina

$$120\,621\,507\,373 + 10\,172\,277\,494 + 2\,987\,400\,000 - 7\,995\,300\,000 = 125\,785\,884\,867$$

L'Oréalilla on osakkeita tilinpäätöstietojen mukaan 536 280 609, jolloin oman pääoman arvo osaketta kohden lasketaan kaavalla oman pääoman arvo/osakkeiden lukumäärä (L'Oréal 2022b).

$$\frac{125\,785\,884\,867}{536\,280\,609} = 234,55$$

Osakkeelle saatu arvo kassavirtapohjaisella arvonmääritysmallilla käyttäen aikaisemmin käsiteltyjä oletuksia on 234,55 euroa osakkeelta. Markkina-arvo pörssikurssilla mitattuna on 348,10 euroa osakkeelta, eli noin 48,5 % enemmän. Kassavirtamallia sovelletaan seuraavaksi erilaisille oletuksille pääoman tuottovaatimuksesta sekä terminaalijakson kasvusta ja saadaan lopputulokseksi herkkyyshanalyysi osakkeen arvolle

Kasvu %	Diskonttokorko (WACC)				
	7,36 %	7,86 %	8,36 %	8,86 %	9,36 %
1,50 %	250,39	235,54	222,74	211,53	201,66
2 %	266,79	249,36	234,55	221,73	210,57
2,50 %	286,57	265,76	248,38	233,54	220,77
3 %	310,88	285,53	264,78	247,36	232,58
3,50 %	341,48	309,84	284,57	263,76	246,4

Taulukko 3 Herkkyyshanalyysi

Taulukossa 3 herkkyyshanalyysistä nähdään osakkeen käypä arvo käyttäen erilaisia oletuksia terminaalikasvusta sekä terminaalikasvusta. Kassavirtamallilla saatu arvo näkyy vihreällä taustalla. Sinisellä taustalla puolestaan nähdään osakkeen pörssistä katsottua markkina-arvoa lähin arvo. Herkkyyshanalyysistä voidaan siis todeta markkinoiden diskonttaavan kassavirtoja noin 1 %-yksikköä alemmalla diskonttokorolla sekä noin 1,5 %-yksikköä korkeammalla terminaalikasvulla.

7 Tutkimustulosten analysointi, tuloksen luotettavuus ja yhteenveto

Opinnäytetyön tarkoituksena oli perehtyä kassavirtamalliin ja kerroinanalyysiin arvonmäärittämissä menetelminä sekä pintapuolisesti tutkimuksen kohteena olevaan yritykseen, L'Oréaliin. Tutkimuksessa oli kaksi keskeistä kysymystä, jotka esitettiin johdannossa:

- Mikä on käypä arvo yhtiön osakkeelle käyttäen kassavirta- ja kerroinanalyysiä arvonmäärittämissä menetelminä?
- Vastaako arvonmäärittämissä menetelminä saatu tulos käyvästä arvosta tämänhetkistä markkina-arvoa? Jos ei, niin minkälaisilla oletuksilla markkina osaketta hinnoittelee?

Opinnäytetyössä tutustuttiin ensin arvonmäärittämiseen ja tässä tutkimuksessa käytettäviin arvonmäärittämissä menetelmiin. Seuraavaksi käsiteltiin tuottovaatimusta ja siihen liittyviä tekijöitä kuten riskitöntä korkoa sekä tuottovaatimuksen laskentaan tarvittavia malleja. Tämän jälkeen suoritettiin pintapuolinen strateginen- ja tilinpäätösanalyysi. Opinnäytetyössä ei ollut tarkoituksena luoda omia ennusteita yhtiön liiketoiminnan kehityksen osalta, joten syvällinen perehtyminen yhtiön liiketoimintaan tai kilpailukenttään ei ollut tarpeellista tutkimuksen näkökulmasta. Opinnäytetyön tekijä on kuitenkin seurannut L'Oréalia ja sen toimialaa vuosia. Lopuksi toteutettiin arvonmäärittämissä prosessi käyttäen konsensus- sekä markkinatutkimuksien ennusteita ja saatiin tulokseksi käyvän arvon vaihteluväli osakkeelle. Seuraavaksi analysoidaan tutkimustuloksia.

7.1 Tutkimustuloksen analysointi

Ensimmäiseksi suoritettiin kerroinanalyysi eli verrokkianalyysi, jossa on tarkoitus verrata yhtiön kertoimia samankaltaisten yhtiöiden kertoimiin. Tunnusluvuista voidaan huomata, että L'Oréal on lähes kaikilla käytetyillä tunnusluvuilla sekä mediaanilla, että keskiarvolla mitattuna verrokkiryhmää kalliimpi. Ainoa vertailuluku, jolla L'Oréal on keskiarvolla tai mediaanilla hieman verrokkiryhmää edullisempi, on osinkotuotto prosentti. Jos verrokkiryhmästä huomioidaan pelkästään kosmetiikkaan keskittyvät yhtiöt Coty, Shiseido, Beiersdorf sekä Estée Lauder, huomataan, että tulos pohjaisilla mittareilla arvostus on lähellä mediaania. Erot yhtiöiden tunnusluvuissa ovat kuitenkin suuria, sillä sekä Coty, että Shiseido ovat viime aikoina kamppailleet kannattavuutensa kanssa. Cotyn tuloksesta valtaosan syövät velanhoitokulut ja Shiseido ei ole onnistunut palauttamaan kannattavuuttaan koronapandemiaa edeltävälle tasolle. Osinkotuotolla katsottuna L'Oréal on lähes linjassa verrokkiryhmän kanssa. Osingon osalta pitää kuitenkin huomioida, että osa yhtiöistä käyttää osakkeiden takaisinostoja pääoman palauttamiseen. Alalla on myös tyypillistä, että voitonjako on vähäistä ja kertyneet voittovarot käytetään uusien tuotemerkkien hankintaan sekä

investointeihin liiketoiminnan kasvattamiseksi. Kaikkien yhtiöiden brändiportfoliot ovat muuttuneet merkittävästi vuosien kuluessa johtuen hankinnoista ja myynneistä.

Sanofista oikaistut yritysarvoon perustuvat tunnusluvut antavat samankaltaisen tuloksen ja ovat verrokkiryhmää korkeammat. Verrokkiryhmästä lähimmän verrokin Estée Lauderin kertoimet ovat hieman korkeammat, kuin L'Oréalin. Yhtiöillä on kuitenkin erilainen tilanne toimintaympäristön osalta ja eroa voi selittää tällä etenkin 2023 osalta. Verrokkianalyysin pohjalta voidaan kuitenkin todeta, ettei osake näytä houkuttavalta verrokkiryhmään verrattuna. Tulosta pitää kuitenkin verrata vielä kassavirtapohjaiseen malliin ennen johtopäätösten tekemistä.

Kassavirtamallilla saadaan samankaltainen tulos, kuin kertoimiin perustuvalla verrokkianalyysilla. Yhtiön osakkeen arvo eroaa merkittävästi kassavirtamallilla saadusta tuloksesta olleen noin 48 % herkkyyssanalyysin keskikohtaa korkeampi. Yhtiön osake olisi oikein hinnoiteltu WACC:lla 7,36 % ja terminaalikasvulla 3,5 %, jos käytetään kassavirtamalliin koottuja konsensusennusteita sekä oletettua 5 % vapaan kassavirran kasvua keskipitkällä aikavälillä. Toisin sanoen markkina arvottaa yhtiötä joko merkittävästi pienemmällä tuottovaatimuksella, oletuksella suuremmasta kasvusta tai näiden yhdistelmällä. Olen seurannut yhtiötä pidempään ja uskon vastauksen löytyvän jostakin seuraavista seikoista:

- Historiallinen tuloskasvu on ollut ennustejaksoja nopeampaa ja markkinatutkimusten mukainen 5–5,5 % kasvu tukisi noin 7–7,5 % kassavirran kasvua historiaan peilaten. Tutkimuksessa käytetään kuitenkin varovaisuusperiaatteen mukaisesti markkinatutkimusten alalaitaa. Historiallisesti 5 % kassavirtojen kasvu olisi vaatinut noin 3,5 % liikevaihdon kasvua.
- Korot ovat olleet matalalla pitkään ja viimeisimmän nousun jälkeen niiden odotetaan laskevan 2023 lopusta alkaen. Tämä laskisi tuottovaatimusta lähemmäs herkkyyssanalyysilla saatua 7,36 %. Lisäksi on mahdollista, ettei tuottovaatimus ole noussut korkojen noususta huolimatta, sillä korkojen odotetaan laskevan. Jos korot palaavat takaisin nolnaan saadaan aikaisemmin esitetyllä kaavalla L'Oréalin tuottovaatimukseksi laskettua 6,24 %. Käyttämällä tätä WACC:na riittää terminaalikasvu 2 % ja kassavirtalaskelman mukainen 5 % vapaan kassavirran kasvu perustelemaan nykyisen osakekurssin. On siis mahdollista, että etenkin laskemani tuottovaatimus eroaa markkinan näkemyksestä, vaikka korkojen nousu nostaa talousteorian mukaan tuottovaatimusta.
- Yhtiön toimiala ja sen verrokkiryhmä on ollut yliarvostettu suhteessa yleiseen markkinaan jo pitkään. Credit Suisse (Klerk 2020) The Family 1000 tutkimuksessa havaitaan, että perheomisteiset yhtiöt ovat tuottaneet markkinaa paremmin jo

useamman vuosikymmenen ajan. L'Oréal ja sen lähimmät verrokkiyhtiöt ovat perheomisteisia ja tuottaneet enemmän kuin markkinat keskimäärin. Tästä olisi mahdollista tehdä jatkotutkimus, jossa voitaisiin selvittää, onko korkeampien kertoimien maksaminen perheomisteisten yhtiöiden kohdalla perusteltua ja mitkä tekijät ajavat ylituottoa suhteessa yleiseen markkinaan pidemmältä ajanjaksolta, kuin Credit Suisse'n noin 20 vuoden ajanjakso.

Tulos ei eroa merkittävästi verratessa kassavirtamallin ja kerroinanalyysin tulosta. Kerroin pohjaisesti yhtiö on verrokkiryhmää 37–52 % kalliimpi, jos käytetään yritysarvoon pohjautuvia lukuja. Sanofista oikaistut luvut antavat samankaltaisen tuloksen yliarvostuksen ollessa 35–46 %.

Lopuksi vastataan tutkimuksen keskeisiin tutkimuskysymyksiin. Jos poistetaan ääripään vastaukset kassavirtamallin herkkyysoanalyysistä, saadaan käyvän arvon vaihteluväliksi 310,88–211,53. Jos käytetään käyvän arvon vaihteluvälin ylälaitaa, on osakkeen hinta 12 % korkeampi. Jos puolestaan käytetään alalaitaa, on osakkeen hinta 64,5 % korkeampi. Keskikohdalla käyttäen terminaalikasvua 2 % sekä tuottovaatimusta 8,36 % on osakkeen hinta 48 % kassavirtamallilla saatua tulosta korkeampi. Tutkimuksen perusteella käyväksi arvoksi voidaan esittää herkkyysoanalyysin vaihteluväliä 310,88–211,53, jonka perusteella osake on hieman ylihintainen ylälaitaan verrattuna markkinahinnan ollessa 348,1 euroa osakkeelta. Kuitenkin kuten hieman ylempänä todettu, vaikuttaa vallitseva korkotaso ratkaisevasti käyvän arvon vaihteluväliin. Osake olisi vaihteluvälin keskivaiheilla oikein hinnoiteltu talousteorian pohjalta, jos korkotaso palaa nolnaan tai sen lähelle. Vastaavasti, jos yhtiön kassavirrat kasvavat käytettyjä ennusteita nopeammin myös terminaalijaksolla, on osakkeen nykyinen hinta perusteltu.

7.2 Tutkimuksen luotettavuus ja yhteenveto

Tutkimuksen tulosta voidaan pitää taloustieteen pohjalta luotettavana, mutta käytännössä tilanne on kuitenkin toinen. Kassavirtamallissa käytetään oletuksia tulevaisuuden kassavirroista, joihin liittyy aina epävarmuutta. Emme pysty minkään asteisella varmuudella asettamaan absoluuttista numeroa vuoden 2028 kassavirraksi ja toteamaan vuonna 2022, että numero pitää paikkaansa, sillä tuloksen oikeudellisuus pystytään toteamaan vuoden 2028 tilinpäätöstietojen tultua alkuvuodesta 2029. Kassavirtamallin hyviä ja huonoja puolia onkin käsitelty aikaisemmin luvussa 3.2. Kertoimiin pohjautuvan verrokkianalyysin heikkoutena on puolestaan itse verrokkiryhmä, sillä vaikka yksittäinen ryhmän jäsen voi olla yli- tai aliarvostettu suhteessa muihin, ei tulos kerro mitään verrokkiryhmästä kokonaisuutena. Verrokkiryhmä saattaa siis olla kokonaisuutena yli- tai aliarvostettu ja vaikka yksittäinen osake

näyttäisi halvalta verrokkiryhmään verrattuna, ei tämä takaa yli- tai aliarvostusta suhteessa yleiseen markkinaan.

Tutkimuksen näkökulmasta keskeinen heikkous liittyy ennusteiden luotettavuuteen. On hyvin epätodennäköistä, että tutkittava yhtiö on samanlainen vielä viiden vuoden kuluttua, sillä yhtiö on toimintahistoriansa aikana ostanut ja myynyt kymmeniä tuotemerkkejä. Yritysoistoista syntyvää liikearvoa puolestaan arvioidaan vuosittain, eikä näin ollen taseen kokonaisuuden laadusta ole varmuutta. Liikearvon poistot saattavat vaihdella merkittävästi, jos esimerkiksi yksittäinen tuotemerkki todetaan arvottomaksi ja sen mukana tullut liikearvo poistetaan taseesta vuosien kuluessa. Lisäksi yhtiöllä on taseessaan merkittävä määrä toisen listatun yhtiön osakkeita ja kantaa näin ollen taseriskiä paitsi omasta liiketoiminnastaan, mutta myös toisen yhtiön liiketoiminnasta. Muutoksilla edellä mainituissa erissä voi olla merkittävä vaikutus yksittäisen vuoden kassavirtoihin ja täten kassavirtamallin oletukset voivat olla täysin väärä. Lisäksi on täysin mahdollista, että opinnäytetyön tekijä on laskenut josakin kohdassa väärin huolimatta useista tarkastuskerroista. Ennusteiden osalta on käytetty yhtiötä seuraavien ammattilaisanalyytikoiden konsensusennusteita lähivuosien osalta sekä markkinatutkimusten näkemystä keskipitkän aikavälin kasvuoletuksista. Näillä toimilla pyritään minimoimaan virheen mahdollisuuksia arvioitaessa kassavirtoja, jotta kassavirrat eivät olisi pelkästään opinnäytetyön kirjoittajan henkilökohtainen mielipide. Tästäkin huolimatta sekä konsensusennusteet, että markkinatutkimukset voivat olla väärässä tai konsensusennusteiden keräämiseen käytetyllä sivustolla voi olla väärät tiedot analyytikoiden ennusteista.

Heikkouksista huolimatta taloustieteen mukaisesti osakkeen arvo on sen kaikkien kassavirtojen summa diskontattuna tuottovaatimuksella. Tämä harjoitus on toteutettu tutkimuksessa arvioimalla tulevia kassavirtoja ja tuottovaatimusta talusteoreettisin keinoin. Yhteenvetona tutkimuksen tulosta voidaan pitää luotettavana niin kauan, kunnes uutta tietoa ilmaantuu, jolloin kassavirtamalli pitää toteuttaa uudelleen uusien oletusten pohjalta. Tutkimuksen toistettavuus on lisäksi heikkoa, sillä kassavirtamalleissa käytetyt oletukset esimerkiksi riskittömän koron osalta vaihtelevat päivittäin. Arvonmääritysmallit itsessään on kohtuullisen helppoa rakentaa uudelleen uuden tiedon pohjalta, mutta käytettävien oletusten vaihtuminen johtaa siihen, ettei tutkimuksesta lähtökohtaisesti saa samaa tulosta, kuin edellisellä kerralla. Tämä on kuitenkin todenmukaista, sillä jokainen päivä asiakkaat ostavat yhtiöiden tuotteita ja yhtiöille kilahtaa kassaan rahaa, joka puolestaan pienentää ennusteriskiä päivä kerrallaan.

Aikaisemmissa tutkimuksissa on päädytty samankaltaisiin lopputuloksiin. Vaitinen (2015) sekä Turpela (2022) ovat päätyneet opinnäytetöissään samankaltaisiin lopputuloksiin

ennusteisiin liittyvän epävarmuuden osalta. Lisäksi molemmat kertovat töissään ongelmista liittyen mataliin markkinakorkoihin ja tätä kautta tuottovaatimukseen. Saksan 10-vuotisen valtionvelan korko oli vain puoli vuotta aikaisemmin negatiivinen ja markkinat odottavat korkojen laskevan nykytasoilta ensivuoden lopusta alkaen. Kuten aiemmin todettu on tutkimuksessa käytetty osake käyvän arvon vaihteluvälin sisällä, mikäli käytetään oletusta nykyhetkeä matalammasta korkotasosta. Näin ollen markkinakorkojen vaihtelulla on huomattava vaikutus osakkeen käypään arvoon, etenkin matalien korkojen aikana.

Lähteet

Bacheley, S. 2021. Finance Bill 2022 released. BDO Global. Viitattu 17.11.2021.

Saatavissa <https://www.bdo.global/en-gb/microsites/tax-newsletters/corporate-tax-news/issue-60-november-2021/france-finance-bill-2022-released>

Bloomberg. 2022. German Rates & Bonds. Markets. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa

<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>

Businessinsider. 2022. L'ORÉAL S.A.EO-NOTES 2022(22/26). Markets. Viitattu

18.11.2022 Saatavissa https://markets.businessinsider.com/bonds/lor%c3%a9al_saeo-notes_202222-26-bond-2026-fr0014009ej8?miRedirects=1

Companiesmarketcap. 2022. Viitattu 3.10.2022. Saatavissa

<https://companiesmarketcap.com/l-oreal/marketcap/>

Corporatefinanceinstitute. 2022. Interest Coverage Ratio. Viitattu 14.11.2022. Saatavissa

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/interest-coverage-ratio/>

Coty. 2022. Q4 earnings release. Viitattu 1.11.2022. Saatavissa

https://s23.q4cdn.com/980953510/files/doc_financials/2022/q4/Earnings-Release-Q4FY22-FINAL.pdf

Damodaran, A. 2008. What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block.

Stern School of Business, New York University. Viitattu 7.11.2022. Saatavissa

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1317436

Damodaran, A. 2022. Risk Premiums for Other Markets. Mid-year Update (July 2022).

Viitattu 19.11.2022. Saatavissa <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Euroclear. 2022. Tilastoarkisto. Viitattu 24.10.2022. Saatavissa

<https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/archieve.html>

Fortune Business Insight. 2021. Cosmetics market size, share COVID-19 impact analysis.

Viitattu 18.10.2022. Saatavissa <https://www.fortunebusinessinsights.com/cosmetics-market-102614>

Freda, F. 2022. Bernstein strategic decisions conference. Estée Lauder companies Inc

transcript. Viitattu 11.11.2022. Saatavissa https://media.elcompanies.com/files/e/estee-lauder-companies/universal/investors/events-and-presentations/2022/bernstein-strategic-decisions-conference-020622.pdf?_ga=2.188376040.1563771913.1665576604-440469161.1665576604&_gl=1*mquiz9*_ga*NDQwNDY5MTY-

[xLjE2NjU1NzY2MDQ.*_ga_V9QZ4PSDRY*MTY2NTU3NjY-wMy4xLjEuMTY2NTU3Njc4OS40NC4wLjA](#)

Global Market Estimates. 2021. Global Cosmetics Market: Insights. Viitattu 18.10.2022. Saatavissa <https://www.globalmarketestimates.com/market-report/global-cosmetics-market-3271>

Grand view research. 2022. Cosmetics Market Size, Share & Trends. Viitattu 18.10.2022. Saatavissa <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/cosmetics-market>

Hieronimus, N. 2022. Q4 2021 results earnings call transcript. Seeking Alpha. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa rajoitetusti <https://seekingalpha.com/article/4486209-loreal-s-lrlcfceo-nicolas-hieronimus-on-q4-2021-results-earnings-call-transcript>

Infrontanalytics. 2022. L'Oreal SA. Levered/Unlevered Beta of L'Oreal SA (OR | FRA). Viitattu 19.11.2022. Saatavissa <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/00433EF/L-OrealSA/Beta>

Kallunki, J-P, Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys. Talentum. Helsinki

Klerk, E. 2020. The Family 1000: Post the pandemic. Credit Suisse. Viitattu 20.11.2022. Saatavissa <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/cs-family-1000-post-the-pandemic.pdf>

L'Oréal. 2011. Annual report 2010. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa <https://www.loreal-finance.com/system/files/2019-09/LOREAL-2010-AR-volume1DEF.pdf>

L'Oréal. 2013. Registration document 2012. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa https://www.loreal-finance.com/system/files/2019-09/LOREAL_Document-de-Reference-2012_GB.pdf

L'Oréal. 2016. Registration document 2015. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa https://www.loreal-finance.com/system/files/2019-09/LOreal_2015_Registration_Document.pdf

L'Oréal. 2019. Registration document 2018. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa https://www.loreal-finance.com/sites/default/files/2019-08/LOreal_2018_Registration_Document.pdf

L'Oréal. 2022a. Registration document 2021. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa https://www.loreal-finance.com/system/files/2022-03/LOREAL_2021_Universal_Registration_Document_en_0.pdf

- L'Oréal. 2022b. Half-year financial report. Viitattu 19.11.2022. Saatavissa https://www.loreal-finance.com/system/files/2022-08/LOREAL_RFS_2022_VENG.pdf
- L'Oréal. 2022c Our global brands portfolio. Viitattu 11.11.2022. Saatavissa <https://www.loreal.com/en/our-global-brands-portfolio/>
- Luiro, A. 2022. QT Yhtiöraportti. Inderes. Viitattu 18.11.2022. Saatavissa https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_qt_271022.pdf
- LVMH. 2022. Annual report 2021. Viitattu 1.11.2022. Saatavissa https://r.lvmh-static.com/uploads/2022/03/lvmh_rapport-annuel-2021-va.pdf
- Marketscreener 2022. Stock screener. Viitattu 20.11.2022. Saatavissa <https://www.marketscreener.com/>
- MSCI. 2022. MSCI. 2022a World Consumer Discretionary Index (USD). Viitattu 15.10.2022. Saatavissa <https://www.msci.com/documents/10199/e8096ca8-6a16-4be0-861c-971f21c2a4c6>
- MSCI. 2022b. MSCI World Consumer Staples Index (USD). Viitattu 15.10.2022. Saatavissa <https://www.msci.com/documents/10199/04d4c23a-f633-4bf6-b20d-735e9fb13538>
- PwC. 2022. Apua arvonmäärittämiseen. PricewaterhouseCoopers. Viitattu 29.10.2022. Saatavissa <https://www.pwc.fi/fi/palvelut/yritysarjestytyt/arvonmaaritys/valuation-corner.html>
- Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmäärittäminen. Alma Talent. Helsinki
- Sharma, M. Prashar, E. 2013 A Conceptual Framework for Relative Valuation. The Journal of Private Equity, vol. 16, 3. 29–32. JSTOR. Viitattu 28.10.2022. Saatavissa rajoitetusti <http://www.jstor.org/stable/43503771>.
- Smith, T. 2022. Fundsmith Annual letter to shareholders. Fundsmith. Viitattu 28.10.2022. Saatavissa <https://www.fundsmith.co.uk/media/3wcnqjje/2021-fef-annual-letter-to-shareholders-web.pdf>
- Statista. 2022. Beauty & Personal Care – Worldwide. Viitattu 18.10.2022. Saatavissa <https://www.statista.com/outlook/cmo/beauty-personal-care/worldwide>
- Steiger, F. 2008. The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. European Business School. Viitattu 10.11.2022. Saatavissa <https://arxiv.org/pdf/1003.4881>

Tradingeconomics. 2022. France GDP Annual Growth Rate Viitattu 19.11.2021.

Saatavissa <https://tradingeconomics.com/france/gdp-growth-annual>

Turpela, O. 2022. Yrityksen osakkeen arvonmääritys. Vaasan ammattikorkeakoulu.

Opinnäytetyö (AMK). Viitattu 20.11.2022. Saatavissa

https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/751601/Turpela_Oskari.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Vaittinen, T. 2015. Tilinpäätös ja osakkeen arvonmääritys. Satakunnan

ammattikorkeakoulu. Opinnäytetyö (AMK). Viitattu 20.11.2022. Saatavissa

https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/104021/Vaittinen_Timo.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Visma. 2022. Liikearvo - Mitä tarkoittaa liikearvo? Viitattu 25.10.2022. Saatavissa

<https://www.visma.fi/epasseli/kirjanpidon-sanakirja//liikearvo/>

Yahoo finance. 2022. L'Oréal. Viitattu 15.11.2022. Saatavissa

<https://finance.yahoo.com/quote/OR.PA?p=OR.PA&.tsrc=fin-srch>