

Opinnäytetyö (AMK)

Liiketalous

2024

Aaro Valkonen

Osakeyhtiön arvonmääritys yrityskauppaa ajatellen



Opinnäytetyö (AMK) | Tiivistelmä

Turun ammattikorkeakoulu

Liiketalous | Taloushallinto

2024 | 46 sivua

Aaro Valkonen

Osakeyhtiön arvonmääritys yrityskauppaa ajatellen

Opinnäytetyön tavoitteena oli määrittää toimeksiantajayritykselle arvo eri arvonmääritysmalleilla sekä löytää sopiva kauppatapa, jolla myydä kohdeyritys.

Opinnäytetyö on toteutettu tapaustutkimuksena, jossa on käytetty kvalitatiivisia menetelmiä. Kohdeyrityksen toimitusjohtajalta on saatu yrityksen tilinpäätöstiedot ja arvioit tulevasta. Ulkopuolisina lähteinä on käytetty arvonmääritykseen ja yrityskauppaan liittyviä kirjoja, artikkeleja ja tutkimuksia.

Teoriaosuudessa käydään läpi mihin arvonmääritystä voidaan käyttää, arvonmääritysprosessia ja sen kulkua sekä yrityskauppaan liittyviä tapoja ja käytäntöjä. Empiirisessä osuudessa esitellään toimeksiantaja sekä sovelletaan teoriaosuudessa läpikäytyä arvonmääritysprosessia kohdeyritykseen ja analysoidaan sen tuloksia.

Johtopäätöksenä suositeltiin parasta tapaa myydä kohdeyritys ja luotettavinta arvonmääritysmallia tässä opinnäytetyössä. Lopuksi saatiin vielä toimitusjohtajan kommentteja opinnäytetyöstä.

Asiasanat:

arvonmääritysprosessi, yrityskauppa, strateginen analyysi, tilinpäätösanalyysi, arvonmääritysmallit

Bachelor's Thesis | Abstract

Turku University of Applied Sciences

Business Administration

2024 | 46 pages

Aaro Valkonen

Valuation of a limited company for the purposes of a takeover

The aim of the thesis was to determine the value of the target company using different valuation models and to find a suitable way to sell the target company.

The thesis has been carried out as a case study using qualitative methods. The CEO of the target company has provided the company's financial statements, estimates for the future. Books, articles and studies on valuation and mergers and acquisitions have been used as external sources.

The theoretical part discusses what valuation can be used for, the valuation process and how it is carried out, and the customs and practices related to acquisition. In the empirical part, the client company is presented, and the valuation process discussed in the theoretical part is applied to the target company and the results are analyzed.

In conclusion, the best way to sell the target company and the most reliable valuation model in this thesis were recommended. Finally, comments on the thesis were received from the CEO.

Keywords:

valuation process, acquisition, strategic analysis, financial statement analysis, valuation models

Sisältö

1 Johdanto	7
2 Yrityksen arvonmäärityksen perusteet	9
2.1 Arvonmäärityskohteita	9
2.2 Arvonmääritysprosessi	9
2.3 Strateginen analyysi	10
2.4 Tilinpäätösanalyysi	11
2.4.1 Kannattavuuden tunnusluvut	12
2.4.2 Vakavaraisuuden tunnusluvut	13
2.4.3 Maksuvalmiuden tunnusluvut	14
2.4.4 Kiertonopeustunnusluvut	16
2.5 Tuleva kehitys	18
2.6 Due diligence	18
3 Pääoman kustannuksen selvittäminen ja arvonmääritys	20
3.1 Pääoman tuottovaatimus	21
3.1.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus	21
3.1.2 Oman pääoman tuottovaatimus	21
3.1.3 Koko pääoman tuottovaatimus	24
3.2 Arvonmääritysmallit	25
3.2.1 Substanssiarvo	25
3.2.2 Osinkoperusteinen malli	26
3.2.3 Vapaan kassavirran malli	27
3.2.4 Lisäarvomalli	29
4 Case X yrityksen arvonmääritys	31
4.1 Yritysesittely	31
4.2 Strateginen analyysi	31
4.3 Tilinpäätösanalyysi	32
4.4 Pääoman tuottovaatimusten määrittäminen	33
4.5 Arvonmääritys	36

4.5.1 Substanssiarvo	36
4.5.2 Vapaan kassavirran malli	37
4.5.3 Lisäarvomalli	38
4.6 Arvonmäärittysten yhteenveto	40
5 Johtopäätökset	43
Lähteet	45

Liitteet

Liite 1. Oikaistut tuloslaskelmat 2020–2022

Liite 2. Oikaistut taseet 2020–2022

Kaavat

Kaava 1. Voittoprosentin laskukaava (Knüpfer & Puttonen 2022, 236).	12
Kaava 2. Sijoitetun pääoman tuoton laskukaava (Knüpfer & Puttonen 2022, 237).	13
Kaava 3. Sijoitetun pääoman tuotto-%:n laskukaava (Yritystutkimus 2017, 68).	13
Kaava 4. Omavaraisuusasteen laskukaava (Yritystutkimus 2017, 70).	14
Kaava 5. Nettovelkaantumisasteen laskukaava (Yritystutkimus 2017, 71).	14
Kaava 6. Quick ration laskukaava (Yritystutkimus 2017, 75).	15
Kaava 7. Current ration laskukaava (Yritystutkimus 2017, 75).	15
Kaava 8. Koko pääoman kiertonopeuden laskukaava (Vilkkumaa 2010, 52).	16
Kaava 9. Myyntisaamisten kiertoajan laskukaava (Vilkkumaa 2010, 53).	17
Kaava 10. Ostovelkojen kiertoajan laskukaava (Vilkkumaa 2010, 54).	17
Kaava 11. Oman pääoman tuottovaatimus CAP-mallilla (Kallunki & Niemelä 2007, 137).	22
Kaava 12. Unleveroitu beeta (Seppänen 2017, 238).	23
Kaava 13. Uudelleen vivutettu beeta (Seppänen 2017, 238).	23
Kaava 14. Koko pääoman tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2007, 178).	24

Kaava 15. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2007, 106).	26
Kaava 16. Käyttöpääoman muutos (Kallunki & Niemelä 2007, 114).	28
Kaava 17. Vapaan kassavirran laskelma operatiivisesta kassavirrasta (Kallunki & Niemelä 2007, 114).	28
Kaava 18. Kassavirtaperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2012, 226).	29
Kaava 19. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2007, 120).	30
Kaava 20. Unleveroitu beeta.	35
Kaava 21. Uudelleen vivutettu beeta kohdeyrityksen pääomarakenteelle.	35
Kaava 22. Oman pääoman tuottovaatimus	35
Kaava 23. Koko pääoman tuottovaatimus	36
Kaava 24. Päätearvo vuoden 2026 tilikauden jälkeen	38
Kaava 25. Diskontattu päätearvo	38
Kaava 26. Lisävoittojen päätearvo	39
Kaava 27. Diskontattu päätearvo	39

Kuvat

Kuva 1. Kohdeyrityksen arvot	41
------------------------------	----

Taulukot

Taulukko 1. Tilinpäätösanalyysin tunnusluvut.	32
Taulukko 2. Vapaan kassavirran laskelma.	37
Taulukko 3. Lisäarvomalli.	39

1 Johdanto

Markkinakehityksen huonontuessa voidaan usein lukea yritysten konkurseista, joissa liikaa velkaantuneet yhtiöt joutuvat maksuvaikeuksiin eivätkä selviä enää velvoitteistaan. Lisäksi huonossa talouden suhdanteessa isot ja taloudellisesti vahvat yritykset ostavat pienempiä markkinoilta vahvistaakseen omaa liiketoimintaansa ja markkina-asemaansa. Näiden uutisten vallitessa moni yrittäjä miettiikin oman yrityksensä arvoa ja parasta mahdollista ratkaisua itsensä ja yrityksen tulevaisuuden kannalta.

Yrittäjä voi käyttää arvonmäärittystä työkaluna tutkiakseen omaa liiketoimintaansa. Arvonmäärittys antaa hyvän käsityksen yrityksen taloudellisesta tilanteesta sekä luo vakautta yrittäjän arkeen. Monesti yrityksen arvo määritetään rahoituksen hankkimiseksi. On helpompi hakea rahoitusta pankilta, kun on selkeä käsitys yrityksen arvosta, kannattavuudesta ja maksuvalmiudesta. Monet pk-yrittäjät haaveilevat myös niin sanotun "exitin" tekemisestä, jolloin yrityksen arvonmäärittys tulee väistämättäkin eteen yrityskauppatilanteissa. Yrityksen arvonmäärittymisen tekeminen säännöllisesti voi myös auttaa kasvattamaan yrityksen arvoa yrityskauppaa varten, sillä monesti yrittäjillä jää kasvupotentiaali huomaamatta.

Opinnäytetyön toimeksiantaja on LVI-alan pk-yritys, joka on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoa ja tulosta useana vuotena peräkkäin. Nopeasti kasvava ja kannattava yritys on usein alalla kiinnostava kohde. Opinnäytetyön aihe tuli pyyntönä yrittäjältä, joka pohtii yrityksen myymistä ja haluaa tietää yrityksensä arvon.

Opinnäytetyön tavoitteena on määrittää yrityksen arvo käyttäen eri arvonmäärittymismalleja sekä löytää oikea kauppatapana, jolla yrityksen myynti toteutettaisiin. Vaikka työssä keskitytäänkin yrityskauppatilanteeseen, voi yritys hyödyntää tästä opinnäytetyöstä saatavia tuloksia myös yrityksen

liiketoimintojen kehittämistä varten.

Opinnäytetyö toteutetaan tapaustutkimuksena, jossa annetaan tietoa yhdestä tapauksesta eli kohdeyrityksestä. Tavoitteena on pyrkiä tuottamaan ratkaisu ongelmaan.

Opinnäytetyössä on viisi päälukua, joista teoriaosuus sisältää kaksi päälukua ja empiirinen osuus kaksi päälukua. Teoriaosuudessa käydään läpi mihin arvonmäärittystä voidaan käyttää, arvonmäärittämisprosessia ja sen kulkua sekä yrityskauppaan liittyviä tapoja ja käytäntöjä. Teoriaosuudessa lähteenä on käytetty arvonmäärittämiseen ja yrityskauppaan liittyviä kirjoja, artikkeleja ja tutkimuksia. Empiirisessä osuudessa käydään läpi tutkimuksen kohteena oleva kohdeyritys. Tämän jälkeen analysoidaan sen ulkoisia ja sisäisiä tekijöitä, taloudellisia tunnuslukuja ja sovelletaan teoriassa tuotuja arvonmäärittämissalleja kohdeyritykseen. Lopuksi tuodaan esille saadut tulokset, analysoidaan niitä ja tehdään kohdeyritykselle suositukset niiden perusteella.

2 Yrityksen arvonmäärityksen perusteet

2.1 Arvonmäärityskohteita

Yritykselle määritellään arvo aina kun yrityksessä tapahtuu omistajanvaihdos suuressa mittakaavassa. Yritykselle on myös hyvä määritellä arvo, vaikka ei olisikaan myyntiaikeita. Kun johto tekee yrityksen arvonmäärityksen, tarkoituksena on suorittaa strategista seuranta, jossa nähdään mitkä liiketoimet luovat arvoa ja mitkä tuhoavat sitä. Kun tekee arvonmäärityksen säännöllisesti, yrityksen johto voi kasvattaa yrityksen arvoa tekemällä muutoksia liiketoimiinsa. (Knüpfer & Puttonen 2022, 242.)

Yrityskauppatilanteissa tarkoitus on määritellä ostettavasta yrityksestä arvo. Arvonmäärityksen lopputulos ei kuitenkaan monesti ole yrityksen kauppahinta, vaan hinta on myyjän ja ostajan välisen neuvottelun tulos.

Yrityskauppa voidaan toteuttaa kahdella eri tavalla, joko osakekauppana tai liiketoimintakauppana. Osakekaupassa osakkaat myyvät yhtiön omistamiseen oikeuttavat osakkeet ostajalle. Tässä mallissa osakkaat saavat myyntihinnan ja ostaja saa itselleen osakkeiden omistamisen tuomat oikeudet ja velvollisuudet itselleen, kuten velat ja vastuut. Liiketoimintakaupassa myyjä myy joko osan tai koko liiketoimintansa ostajalle, ja tästä myyjäyrittäjä saa kauppahinnan. Ostaja saa usein asiakas- ja sopimussuhteet. Ostaja voi myös saada esimerkiksi toiminimen ja koneet. Kuitenkaan taloudelliset ja juridiset vastuut eivät siirry ostajalle. (Osuuspankki 2023a.)

2.2 Arvonmääritysprosessi

Yrityksen arvonmääritys on laaja-alainen prosessi, jossa määritetään arvo joko koko yritykselle, sen liiketoiminnalle tai sen omistusosuudelle.

Arvonmäärityksessä otetaan huomioon yhtiön kvalitatiiviset ja kvantitatiiviset seikat, joilla on vaikutusta myytävän yrityksen arvoon. Prosessin avulla tehdään johtopäätökset yrityksen arvioidusta arvosta. (Seppänen 2017, 26.) Yrityksen

arvonmääritys on pitkälti suoraviivainen prosessi, joka koostuu kolmesta eri vaiheesta. Ensimmäisessä vaiheessa tehdään strateginen analyysi, jossa tarkastellaan yrityksen liiketoimintaa. Toisessa vaiheessa laaditaan tilinpäätösanalyysi, jossa tarkastellaan numeroiden avulla yrityksen taloudellista tilaa. Kolmannessa vaiheessa arvioidaan yrityksen tulevaa kehitystä.

(Seppänen 2017, 26.)

2.3 Strateginen analyysi

Strateginen analyysi toteutetaan lähtökohtaisesti ennen kuin analysoidaan yrityksen taloudellisia lukuja. Analyysiä tehdessään analyytikko saa syvällisen käsityksen yrityksestä. Strategisen analyysin tarkoituksena on selvittää yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. Näitä taloudellisia ajureita voivat olla esimerkiksi markkinoiden koko ja arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla ja johdon päätökset. Analyysiä tehtäessä otetaan huomioon myös yrityksen riskitekijät. Strateginen analyysi voidaan jakaa kahteen osaan, sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. (Kallunki & Niemelä 2007, 26–27.)

Yrityksen liiketoiminnan sisäisessä analyysissä tarkastellaan niitä sisäisiä tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestymiseen ja siten yrityksen arvoon. Erityisen tärkeää on analysoida liikeidean toimivuutta, kun kyseessä on uusi idea, jota ei ole aikaisemmin testattu markkinoilla. (Kallunki & Niemelä 2007, 27.) Analysoinnin kohteena ovat myös

- palvelujen ja tuotteiden kilpailukykyisyys
- tuotteiden elinkaari, patentit ja keksinnöt
- hinnoittelu
- tuotteiden erilaistaminen
- myynti- ja markkinointistrategia
- jakelutiet

- henkilöstö
- tulevaisuuden investoinnit ja vanhojen kannattavuus
- yrityksen rahoituksellinen tilanne. (Kallunki & Niemelä 2007, 27.)

Yrityksen liiketoiminnan ulkoisen analyysin avulla puolestaan tarkastellaan ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen arvoon ja kannattavuuteen. Ulkoisen analyysin kohteena on maailman- ja kansantaloudellinen analyysi, toimiala-analyysi ja kilpailija-analyysi. Ulkoisessa analyysissä siis käsitellään asioita, joihin yritys ei voi itse suoraan vaikuttaa, mutta joihin toimivan yrityksen on sopeuduttava. Maailman- ja kansantaloudellinen analyysi käsittelee esimerkiksi kasvuennusteita sekä korkotason ja kysynnän muutoksia. (Kallunki & Niemelä 2007, 29–30.)

2.4 Tilinpäätösanalyysi

Yrityksen arvonmäärityksen toinen vaihe on tilinpäätösanalyysi. Tilinpäätösanalyysin tarkoituksena on selvittää kohdeyrityksen taloudellista tilaa. Analyysillä pystytään erityisesti arvioimaan kannattavuutta sekä rahoitus- ja varallisuusasemaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 32.). Tilinpäätökset laaditaan lainsäädännössä ja muussa normistossa määriteltyjen periaatteiden mukaisesti. Standardeja noudattavan tavan vuoksi tilinpäätöksistä tulee vertailukelpoisia tilinpäätöksiä eri yritysten kesken ja oman yrityksen sisällä eri vuosina. Tämän vuoksi tilinpäätösanalyysijä käytetään paljon päätöksenteossa. Kuitenkaan täysin vertailukelpoisia kaikki tilinpäätökset eivät ole. Lainsäädäntö mahdollistaa tilinpäätöksen tekijälle harkinnanvaraisia kirjauksia, jotka on tilinpäätöksen analysoijan huomioitava. (Kallunki 2022, 14–15.)

Tilinpäätösanalyysi onkin yksi keskeisimmistä työkaluista yrityksen tilan arviointiin. Sitä käyttävät kaikki yrityksen sidosryhmät, kuten yrityksen johto ja sijoittajat. Sen avulla voidaan arvioida tunnuslukujen kautta yrityksen kannattavuutta, maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta. Tunnusluvut ovat olleet käytössä hyvin pitkään, ja niitä on vuosien saatossa kehitetty. Tunnuslukujen

tarkoituksena on tuottaa numeroin mahdollisimman tarkka kuva yrityksen menestyksestä, jotta ne palvelisivat eri sidosryhmien tarpeita. (Kallunki 2022, 14–15.)

2.4.1 Kannattavuuden tunnusluvut

Kannattavuus on yksi yrityksen tärkeimmistä asioista. Kannattavuus tarkoittaa sitä, että yrityksellä on enemmän tuloja kuin sen toiminnasta tulleita menoja. Kannattavuuden tarkastelu on tärkeää suorittaa usealta tilikaudelta, sillä yksittäisen tilikauden otannalla tunnusluvut eivät kuvaa yrityksen pitkän aikavälin kannattavuutta. Suhdannevaihtelu toimialalla voi vaikuttaa yksittäiseen tilikauteen erittäin paljon. (Kallunki 2022, 80.)

Voittoprosentti on yksi yksinkertaisimmista kannattavuuden tunnusluvuista, sen avulla voidaan laskea voittoprosentti mille tahansa tuloslaskelmassa olevalle voitolle. Seuraavassa esimerkissä on käytetty tuloslaskelman viimeistä riviä eli koko tilikauden voittoa. (Knüpfer & Puttonen 2022, 236.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Voitto-\%} = \frac{\text{Tilikauden voitto}}{\text{Liikevaihto}}$$

Kaava 1. Voittoprosentin laskukaava (Knüpfer & Puttonen 2022, 236).

Toinen tärkeä kannattavuuden tunnusluku on sijoitetun pääoman tuotto ROIC (return on invested capital). Kyseinen tunnusluku kuvaa yritykseen sidotun pääoman tuottoprosenttia eli se osoittaa kuinka tehokkaasti yritys tuottaa siihen sijoitetun pääoman voitoksi. Tätä tunnuslukua voidaan käyttää sijoittajien vaatimaan tuottovaatimukseen vertailuun. (Knüpfer & Puttonen 2022, 236–238.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Tilikauden voitto} + \text{Korot}}{\text{Sijoitettu pääoma}}$$

Kaava 2. Sijoitetun pääoman tuoton laskukaava (Knüpfer & Puttonen 2022, 237).

Sijoittajien käyttäessä sijoitetun pääoman tuottoprosentin vertailua tuottovaatimuksiinsa on hyvä huomioida, että tulos on välttävä, kun se on vähintään sama kuin vieraasta pääomasta keskimäärin maksettava rahoituskuluprosentti. (Yritystutkimus 2017, 67.)

Kun lasketaan sijoitetun pääoman tuottoprosentti, voidaan myös laskea oman pääoman tuotto ROE (return on equity). Tämä tunnusluku kuvaa yrityksen kykyä tuottaa lisäarvoa omistajien sijoittamalle pääomalle. Oman pääoman tuottoprosentti määräytyy yhtä lailla omistajien tuottovaatimusten mukaan. Tunnusluku lasketaan seuraavasti: (Yritystutkimus 2017, 68.)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Tilikauden voitto}}{\text{Oma pääoma}}$$

Kaava 3. Sijoitetun pääoman tuottoprosentin laskukaava (Yritystutkimus 2017, 68).

2.4.2 Vakavaraisuuden tunnusluvut

Yrityksen pääomarakenne koostuu yleensä omasta ja vieraasta pääomasta. Käyttämällä vierasta pääomaa investointeihin yritys voi niistä tulevilla tuloilla rahoittaa operatiiviset kulut sekä vieraasta pääomasta tulleet kulut. Näin omistajat voivat lisätä omia tulojaan. Tätä hyödyntäessä omistajat saavat paremman tuoton sijoittamilleen varoille. Kuitenkin käyttäessä liikaa vierasta pääomaa yrityksen rahoitusriskit nousevat merkittävästi. Tämän vuoksi on erityisen tärkeä löytää optimaalinen rahoitusrakenne. Kun suhdanteet vaihtelevat, yrityksen tulos myös saattaa laskea tai nousta, siksi on tärkeä tarkastella yrityksen vakavaraisuutta. Vakavaraisuuden tunnusluvuilla on

tarkoitus mitata yrityksen kykyä selviytyä velvoitteistaan. (Kallunki 2022, 115–116.)

Omavaraisuusaste on tunnusluku, joka mittaa yrityksen tappionsietokykyä ja kykyä selviytyä velvoitteistaan pitkällä aikavälillä. Omavaraisuusaste kertoo, kuinka suuri osuus yhtiön varallisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla. Mitä suurempi omavaraisuusaste on, sitä paremmassa asemassa yritys on vastatessaan pitkäaikaisista velvoitteistaan. Omavaraisuusasteelle on annettu seuraavat ohjearvot: yli 40 % hyvä, 20–40 %, tyydyttävä ja alle 20 % heikko. (Yritystutkimus 2017, 69–70.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

Kaava 4. Omavaraisuusasteen laskukaava (Yritystutkimus 2017, 70).

Toinen vakavaraisuuden tunnusluku on nettovelkaantumisaste eli gearing. Nettovelkaantumisaste kuvaa korollisen velan suhdetta omaan pääomaan. Jos tunnusluvun arvo on alle 1, pidetään sitä hyvänä. (Yritystutkimus 2017, 71.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = \frac{\text{Korollinen nettovelka}}{\text{Oma pääoma}}$$

Kaava 5. Nettovelkaantumisasteen laskukaava (Yritystutkimus 2017, 71).

2.4.3 Maksuvalmiuden tunnusluvut

Maksuvalmiudella eli likviditeetillä tarkoitetaan yrityksen mahdollisuutta hoitaa lyhyen aikavälin maksuvelvoitteitaan. Maksuvalmius kuvaa siis rahoituksen riittävyttä. Jos yritys selviää lyhyen aikavälin maksuistaan sovittuina ajankohtina ilman vierasta pääomaa, voidaan tulkita yrityksen maksuvalmius riittäväksi. Yrityksen on tärkeä pitää riittävää maksuvalmiutta, jotta se ei joudu

hyödyntämään kalliita lyhytaikaisia rahoitusvälineitä. Tärkeää kuitenkin on löytää optimaalinen likviditeetin taso, jotta yrityksellä ei myöskään ole liikaa varoja tileillä tai lyhytaikaisissa sijoitusinstrumenteissa, sillä se syö yrityksen pitkän aikavälin tuottoja. Yleisimmät tunnusluvut maksuvalmiuden mittaamiseen ovat quick ratio ja current ratio. (Kallunki 2022, 124–127.)

Quick ratio on maksuvalmiuden tunnusluku, jossa otetaan huomioon ainoastaan rahoitusomaisuus. Tässä tunnusluvussa ei siis huomioida ollenkaan yrityksen vaihto-omaisuutta. (Kallunki 2022, 125–126.) Arvon ollessa yli 1 pidetään sitä hyvänä. Jos arvo osuu 0,5–1 väliin, se on tyydyttävä, ja tätä alemmat arvot ovat heikkoja (Yritystutkimus 2017, 75). Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Kaava 6. Quick ration laskukaava (Yritystutkimus 2017, 75).

Toisin kuin quick ratio, current ratio ottaa huomioon myös vaihto-omaisuuden. Current ratio mittaa siis maksuvalmiutta pidemmälle, jolloin vaihto-omaisuus voitaisiin myydä, jotta selviydytään lyhyen aikavälin velvoitteista. Käytettäessä current ratiota on hyvä muistaa, että vaihto-omaisuuden arvon arvioimiseen kannattaa suhtautua kriittisesti. Myyntihetkellä vaihto-omaisuuden reaaliarvo voi olla eri kuin on arvioitu. Arvon ollessa yli 2 pidetään sitä hyvänä. Jos arvo osuu 1–2 väliin, se on tyydyttävä, ja tätä alemmat arvot ovat heikkoja. (Yritystutkimus 2017, 75). Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus} + \text{Vaihto-omaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Kaava 7. Current ration laskukaava (Yritystutkimus 2017, 75).

2.4.4 Kiertonopeustunnusluvut

Kiertonopeustunnuslukuja käytetään yrityksen tehokkuuden ja taloudellisuuden tarkasteluun. Käytettäessä kiertonopeustunnuslukuja on hyvä varmistaa, että vertailuluvut ovat samalta toimialalta, sillä verrattaessa toisen alan yrityksen tunnuslukuihin voi tulla esiin suuria eroja. Tehokkuuden mittaaminen voi olla hyvin arvokasta yrityksen johdolle, sillä tunnuslukujen avulla saadaan käsitys, miten suoriudutaan verrattaessa verrokkiryhmään. Yrityksen ollessa tehottomampi pystytään kiinnittämään huomioita parannusta vaativiin kohtiin ja tehostamaan yritystoimintaa. (Vilkkumaa 2010, 52.)

Kiertonopeutta on ensiksi hyvä tarkastella suhteessa koko pääomaan. Koko pääoman kiertonopeus on tunnusluku, joka osoittaa kuinka monesti yritys kierrättää käyttämänsä pääoman liiketoiminnassaan. Tätä tunnuslukua on tärkeä käyttää oman toimialan sisällä, jotta siitä saa parhaan hyödyn irti. Tunnuslukua tulkitaan niin, että mitä korkeampi tunnusluku sitä parempi yrityksen kannattavuus ja tehokkaampi on pääoman käyttö. (Vilkkumaa 2010, 52.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Koko pääoman kiertonopeus} = \frac{\text{Liikevaihto}}{\text{Koko käytössä olevan pääoman keskiarvo}}$$

Kaava 8. Koko pääoman kiertonopeuden laskukaava (Vilkkumaa 2010, 52).

Muita tehokkuuden tunnuslukuja ovat myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat. Myyntisaamisten kiertoaikaa mitataan siitä syystä, että yritykset myyvät monesti tuotteitaan velaksi, mikä tarkoittaa aina rasiitteita kannattavuuteen. Lisäksi velan myöntäminen tuo aina luottotappioriskin mahdollisuuden eli ostaja ei maksakaan saamiaan hyödykkeitä. Luottotappion realisoituessa se tarkoittaa yritykselle liikevaihdon menetyksiä ja tämän vuoksi yrityksen tulos huonontuu. Myyntisaamisten kiertoaika siis osoittaa kuinka nopeasti asiakas keskimäärin maksaa laskunsa. Tunnuslukua on hyvä verrata yrityksen käyttämään maksuaikaan. Vertailussa yritys voi huomata, että se

voisikin lyhentää maksuaikoja, jotta sen ei tarvitsisi sitoa pääomaa liian pitkäksi ajaksi. Maksuaikoja lyhentämällä yritys voi myös aloittaa perintäprosessin nopeammin. (Vilkkumaa 2010, 52–53.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Myyntisaamisten kiertoaika} = \frac{\text{Myyntisaamiset}}{\text{Liikevaihto}} \times 365$$

Kaava 9. Myyntisaamisten kiertoajan laskukaava (Vilkkumaa 2010, 53).

Ostovelkojen kiertoaikatunnusluku kertoo puolestaan sen, kuinka monta päivää keskimäärin menee, että yritys maksaa ostovelkansa. Ostovelkojen kiertoaikaa mitatessa on hyvä huomioida, että sen kuuluu olla pituudeltaan vähintään sama kuin myyntisaamisten kiertoajan. Yrityksen maksuvalmiuden ollessa hyvällä tasolla se selviää maksuvelvoitteistaan ajallaan ja näin ollen sen ei tarvitse maksaa viivästyskorkoja tai muita viivästymisestä seuraavia ylimääräisiä kuluja. Ostovelkojen kiertoajan ollessa suurempi kuin maksuehdot voidaan tehdä johtopäätös siitä, että yrityksen maksuvalmius ei ole hyvällä tasolla. (Vilkkumaa 2010, 53–54.) Tunnusluku lasketaan seuraavasti:

$$\text{Ostovelkojen kiertoaika} = \frac{\text{Ostovelat}}{\text{Ostot + ulkopuoliset palvelut}} \times 365$$

Kaava 10. Ostovelkojen kiertoajan laskukaava (Vilkkumaa 2010, 54).

Myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoaikaa voidaan oman tehokkuuden mittaamisen lisäksi käyttää mahdollisiin asiakasyrityksiin. Näiden tunnuslukujen avulla voi selvittää asiakkaiden maksuvalmiutta ja tehdä tarvittaessa muutoksia maksuehtoihin tai jopa jättää kokonaan tekemättä liiketoimintaa kohdeyrityksen kanssa, jotta säästyisi tappioilta. (Vilkkumaa 2010, 54.) Yritystoiminnassa kuitenkin on tärkeää minimoida riskit.

2.5 Tuleva kehitys

Kun arvonmäärityksessä on tarkasteltu yrityksen sisäistä ja ulkoista strategiaa sekä yrityksen menestystä tunnuslukujen kautta, siirrytään arvonmäärityksen seuraavaan vaiheeseen eli tulevan kehityksen ennakkointiin. Tulevan kehityksen ennakkointi onkin keskeinen rooli yrityksen arvonmäärityksessä, sillä yrityksen hinta perustuu usein sen taloudelliseen hyötyyn, jonka yritys tulevaisuudessa tuottaa. Tästä syystä yrityksen arvonmäärityksessä ei käytetä esimerkiksi pelkästään tilinpäätösanalyysiä, koska menneisyys ei ole tae tulevasta. Joissain tapauksissa voidaan kuitenkin arvioida yrityksen hinta muuten kuin sen tuottaman taloudellisen hyödyn vuoksi. Tämänlaisissa tapauksissa yrityksellä on muuten merkittävää omaisuutta kuten kiinteistöt, osakkeet, patentit, tavaramerkit, maa- ja vesialueet, metsät, luonnonvarat tai muu arvoa lisäävä varallisuus. (Vilkkumaa 2010, 102–103.)

Tulevan kehityksen ennakkointi voi perustua yrityksen omiin arvioihin tulevasta myynnistä, tuloskehityksestä tai rahoituksen tilanteesta. Tulevan kehityksen ennakkointi kuitenkin suoritetaan myös monesti muiden toimijoiden kuin yrityksen johdon puolesta, ja näin ollen tulevan kehityksen ennakkointiin ei ole saatavilla kaikista tarkimpia tietoja, ja arvonmääritys tehdään ulkopuolisen tiedon varassa. Ulkopuolista tietoa on mahdollista kerätä yrityksen tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, toimiala-analyyseistä, kansantalouden ennusteista ja muista saatavilla olevista lähteistä. (Kallunki & Niemelä 2007, 33.)

2.6 Due diligence

Onnistuneessa yrityskaupassa tulee ymmärtää ostettavan yrityksen ja sen liiketoiminta kokonaisvaltaisesti ja syvällisesti. Tämän vuoksi yrityskaupoissa on aina syytä tehdä Due diligence -tarkastus, jossa pyritään antamaan ostajalle selkeä kuva ostettavasta kohteesta ja sen arvosta. Due diligence -tarkastus voi olla myös tarpeen yritysten välisissä yhteistyökumppanuuksissa, jos halutaan varmistua toisen osapuolen luotettavuudesta. (Katramo ym. 2013, 50.)

Due diligence -tarkastus tehdään päätöksenteon tueksi ja kohteen arvon määrittelemiseksi. Tämän lisäksi sen tuottama tieto auttaa myös kaupan toteuttamisen eri vaiheissa, kuten haltuunotossa ja integraatiossa.

Tavanomaisessa yrityskaupassa on tärkeää, että Due diligence etenee samanaikaisesti yrityskauppaprosessin kanssa, sillä tarkastusta tehdessä siitä erilaisia asioita, jotka voivat vaikuttaa kauppahintaan tai pahimmassa tapauksessa koko yrityskauppaan. Tavoite tarkastuksella on, että yrityskaupalla saadaan saavutettua sille asetetut tavoitteet ja haluttu lopputulos ostajalle.

(Katramo ym. 2013, 52.)

3 Pääoman kustannuksen selvittäminen ja arvonmääritys

Omistuskaupassa osakkeenomistajat myyvät ostajalle yrityksen omistamiseen oikeuttavat osakkeet, joko kokonaan tai osittain. Osakekaupassa ostaja maksaa varainsiirtoveron ja myyjä maksaa luovutusvoittoveron. Näin ollen yhtiö ei maksa veroja. Yrityksen toiminta säilyy ennallaan, mutta uusi omistaja voi muokata sitä haluamallaan tavalla. Kaupassa siirtyvät osakkeiden mukana kohdeyrityksen varat ja velat sellaisenaan kuin ne ovat kaupantekohetkellä, joko kokonaan tai omistusten mukaisessa suhteessa. Velkojien erillistä suostumusta ei tarvita. Jos yhtiöllä on paljon erilaisia sopimuksia eri yhtiöiden kanssa, se puoltaa osakekauppaa liiketoimintakaupan sijaan, sillä liiketoimikaupassa nämä sopimukset jouduttaisiin tekemään uusiksi. Osakkeiden myynnissä myyjä voi vähentää hankintamenon luovutusvoiton laskennassa. Luovutusvoitto verotetaan Suomessa pääomaverona, jonka veroprosentti on 30 000 euroon asti 30 ja ylittävältä osalta 34. Osakeyhtiön ollessa osakkeiden myyjänä riippuu verokohtelu siitä, onko se elinkeinoverolain vai tuloverolain mukaan verotettava osakekauppa. (Immonen 2018, 51–52.; Osuuspankki 2023a.)

Liiketoimintakaupassa yhtiö myy koko yrityksen tai osan yrityksen liiketoiminnasta ostajalle. Toisin kuin omistuskaupassa, liiketoimintakaupassa eivät vaihdu yrityksen osakkeiden omistukset. Kauppahinta maksetaan liiketoimintakaupassa myyjäyritykselle. Liiketoimintakaupassa siirtyvät usein myös asiakas- ja sopimussuhteet. Liiketoimintakaupassa myyjän ollessa yhtiö kauppahinta on yhtiölle myyntituloa. Verotus on näin ollen yhteisöverokannan mukainen 20 prosenttia. Verotuksessa voidaan kuitenkin vähentää poistamaton hankintameno. Liiketoimintakaupassa usein rajataan sopimusosapuolten halujen mukaisesti tarkasti kaupan kohteena olevat liiketoiminnot. Kaupassa eivät velat ja vastuut siirry ostajaosapuolelle, vaan ne jäävät kohdeyritykselle. Tämä usein vaikuttaa olennaisesti yrityksen nettoarvoon. (Immonen 2018, 53–54.; Osuuspankki 2023a.)

3.1 Pääoman tuottovaatimus

Ennen kohdeyrityksen myyntiä on tärkeää selvittää yrityksen arvo. Keskeinen osa yrityksen arvonmäärittämisestä on pääomantuottovaatimus. Pääoman tuottovaatimusta hyödyntävät eri sidosryhmät, kuten sijoittajat tai omistajat, ja se havainnollistaa yrityksen riskiä tuottovaatimusten muodossa. (Kallunki & Niemelä 2007, 129–130.)

3.1.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Yritykset usein rahoittavat liiketoimintaansa joko pankkilainojen tai joukkovelkakirjalainojen avulla. Tämän vuoksi vieraan pääoman kustannus on usein havaittavissa ja se näkyy suoraan maksuna pankkitililtä. Vieraan pääoman tuotto on sijoittajien vaatima tuotto yrityksen luotoille. Vieraan pääoman tuottovaatimus voidaan laskea olemassa olevan vieraan pääoman keskiporkona tai uusien lainojen keskiporkona, jos tapahtuisi uudelleenrahoitus osittain tai kokonaan. (Kallunki & Niemelä 2007, 132.)

Yrityksen vieraan pääoman rahoitus pankkilainana voi olla lyhyt- tai pitkäaikaista. Lainalla voi olla hyvin monia erilaisia korkoehtoja, kuten kolmen kuukauden euriboriin sidottu tai Suomessa useimmiten käytettyyn 12 kuukauden euriboriin sidottu korko. Korko voi myös olla kiinteä tai vaihtuva. Jos yritys on laskenut liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, on vieraan pääoman tuottovaatimus niiden todellinen tuotto. Vieraan pääoman hintaan vaikuttavat yrityksen luottoluokitus ja luoton pituus. (Kallunki & Niemelä 2007, 133–134.)

3.1.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on vaikeampaa kuin vieraan pääoman. Vaikeus johtuu siitä, että oman pääoman tuottovaatimus ei ole suoraan nähtävillä. Kun vieraan pääoman tuottovaatimus voidaan määrittää

maksettujen korkojen avulla, omalle pääomalle maksetut osingot ovat vain osa sijoittajien vaatimasta tuotosta. Oman pääoman ehtoinen rahoitus muodostuu osakeanneista ja kannattavasta liiketoiminnasta syntyvästä tulorahoituksesta. Oman pääoman tuottovaatimus perustuu yrityksen tulevaisuuden menestyksen tuotto-odotuksiin, joissa on huomioitu riski. Kuten aina sijoitustoiminnassa, rahoitusteorian perusolettamuksen mukaan tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan. (Kallunki & Niemelä 2007, 135.) Osakkeen riskin ja tuottovaatimuksen välisen riippuvuuden kuvaamiseksi kehitettiin CAP-malli (Capital Asset Pricing Model). Malli tarjoaa kehyksen arvioida osakkeen tuottovaatimusta ottaen huomioon sen riskit verrattuna riskittömään tuottoon. Riskitön tuotto on korvaus, jonka sijoittajat saisivat sijoittamalla varansa lähes riskittömiin arvopapereihin, kuten valtion obligaatioihin. CAP-mallin mukaan tuottovaatimuksen ja riskin riippuvuus on lineaarista. (Kallunki & Niemelä 2007, 136–137.) Tuottovaatimus laskentaan seuraavasti.

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

Missä:

$E(R_i)$ = Osakkeen i odotettu tuotto

R_f = Riskitön tuotto

β_i = Yrityksen i osakkeen beeta-kerroin

$E(R_m)$ = Markkinaportfolion odotettu tuotto

Kaava 11. Oman pääoman tuottovaatimus CAP-mallilla (Kallunki & Niemelä 2007, 137).

CAP-mallissa termi $E(R_m) - R_f$ kuvaa riskittömän tuoton ylimenevää osaa markkinaportfolion tuotosta. Markkinaportfoliolla tarkoitetaan kaikkia sijoituskohteita sisältävää portfoliota. Beeta-kerroin tarkoittaa tarkasteltavan osakkeen riskiä, tämä vaihtelee eri yritysten välillä. (Kallunki & Niemelä 2007, 137.)

Beeta-kerroin kuvaa markkinoiden yleisestä vaihtelusta aiheutuvaa systemaattista riskiä. Osakkeen ollessa riskisyydeltään neutraali on beeta-kertoimen arvo yksi. Defensiivisten osakkeiden beeta on alle yksi ja täysin riskittömän sijoituskohteen beeta on nolla. Uskoessaan kurssien laskuun alhaisen beeta-kertoimen yhtiöt eivät laske yhtä voimakkaasti kuin sijoituskohteet, joiden beeta on yli yksi. Kuitenkin kurssinousuissa on myös niin, etteivät pienemmän beetan omaavat kohteet nouse yhtä jyrkästi kuin suuremmat. (Kallunki & Niemelä 2007, 137–138.)

Listamattoman yhtiön beeta-kerroin saadaan laskettua käyttämällä verrokkiyhtiöiden tai toimialan beetan arvoja. Kun käytetään toimiala beetan arvoja, ensiksi täytyy poistaa erot yksittäisten verrokkiyhtiöiden pääomarakenteista. Tätä kutsutaan unleveroiduksi beetaksi. Kun yksittäisistä yhtiöistä on laskettu unleveroitu beeta, lasketaan niiden keskiarvo. (Seppänen 2017, 237–238.) Unleveroitu beeta saadaan seuraavalla kaavalla.

$$\text{Beeta UL} = \text{Beeta L} / [1 + (1 - \text{veroprosentti}) \times D/E]$$

Missä:

Beeta UL = Unleveroitu beeta

Beeta L = Riskitön tuotto

D/E = Korollisten velkojen (D) ja oman pääoman (E) markkina-arvoilla laskettu suhde

Kaava 12. Unleveroitu beeta (Seppänen 2017, 238).

Kun unleveroitu beeta on laskettu, vivutetaan beeta kohdeyrityksen pääomarakenteella. Uudelleen vivutettu beeta lasketaan seuraavasti.

$$\text{Beeta RL} = \text{Beeta UL} \times [1 + (1 - \text{veroprosentti}) \times D/E]$$

Kaava 13. Uudelleen vivutettu beeta (Seppänen 2017, 238).

Uudelleen vivutettu beeta voidaan syöttää CAP-malliin, jotta saadaan selville oman pääoman tuottovaatimus (Seppänen 2017, 237–238).

3.1.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Koko pääoman tuottovaatimus lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona, sillä molemmissa pääomaluokissa on omat tuottovaateet eri riskipitoisuuksien vuoksi. Oman ja vieraan pääoman osuuksia käytetään painokertoimina kokonaispääomasta, koska näin pääomalajien tuottovaatimukset vaikuttavat koko pääoman tuottovaatimukseen samassa suhteessa. Koko pääoman tuottovaatimusta määrittäessä täytyy ottaa huomioon verovaikutukset. Vieraan pääoman korot on mahdollista vähentää verotuksessa. Kun pääomalajien tuottovaatimukset ja markkina-arvot on laskettu, voidaan koko pääoman tuottovaatimus laskea käyttämällä WACC-kaavaa (Weighted Average Cost of Capital). (Kallunki & Niemelä 2007, 176–178.) Koko pääoman tuottovaatimus lasketaan seuraavasti.

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_C)$$

Missä

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

Kaava 14. Koko pääoman tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2007, 178).

3.2 Arvonmäärittämismallit

Arvonmäärittämisalleja ovat esimerkiksi substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli. Näistä neljästä mallista kolme viimeisintä on nykyarvomalleja, joissa diskontataan tulevat rahavirrat tarkasteluhetkeen. Tulevia rahavirtoja ovat esimerkiksi vapaa kassavirta, nettotulos ja osingot. Diskonttaamalla saadaan eri aikoina syntyvät rahavirrat samanarvoisiksi. Tämä rahan aika-arvon huomioiminen toteutetaan diskonttokoron avulla. Arvonmäärittämisalleissa diskonttokorkona käytetään usein pääoman keskimääräiskustannusta eli WACC (weighted average cost of capital). Yrityksen tulevaisuuden rahavirtoihin liittyy myös riski. Riskin ollessa pieni käytetään pienempää diskonttokorkoa, kun taas riskin ollessa suuri käytetään korkeampaa diskonttokorkoa. (Katramo ym. 2013, 127.)

3.2.1 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvo on yrityksen minimihinta, jonka yleensä myyjä määrittää kauppatilannetta varten. Substanssiarvo kertoo siis sen, mikä on yrityksen velattoman omaisuuden hinta. (Osuuspankki 2023b.)

Substanssiarvolla haetaan tietoa siitä, mitä yrityksestä kannattaa vähintään maksaa, kun sen kaikki tuotannontekijät on myyty ja velat maksettu (Vilkkumaa 2010, 118.)

Substanssiarvo voidaan määrittää kahdella eri tavalla. Ensimmäinen tapa on likvidaatihinta, jossa lähdetään liikkeelle siitä, että myydään kaikki yrityksen omaisuus ja vähennetään siitä käyvän arvon mukaiset velat ja vastuut. Yrityksen omaisuutta voivat olla tässä tapauksessa maa-alueet, tontit, kiinteistöt, koneet, kalusto, tietojärjestelmät, arvopaperit, saamiset sekä vaihto-omaisuus. Vaarana likvidaatihintaa laskiessa voi olla se, että jos yrityksen omaisuudesta hankkiudutaan eroon liian nopeasti, ei välttämättä saada toivottua hintaa omaisuudesta. Tämä johtaa siihen, että omaisuuden myyntihinta on todella alhainen. Toinen tapa määrittää substanssiarvo on selvittää yrityksen käypä hinta ja vähentää siitä käyvän arvon mukaiset velat ja

vastuut. Yrityksen omaisuuden käyvän hinnan saa selville, kun arvostetaan yrityksen omaisuus vastaavaksi kuin vastaavanlaisen omaisuuden hankintahinta. Näissä täytyy huomioida, että verrattava omaisuus on iältään ja kunnoltaan vastaava. (Vilkkumaa 2010, 118–119.)

3.2.2 Osinkoperusteinen malli

Arvonmääritysmallia, joka lasketaan omasta pääomasta, kutsutaan osinkoperusteiseksi malliksi. Kyseinen malli toimii myös lähtökohtana muissa arvonmääritysmalleissa, kuten vapaan kassavirran mallissa sekä lisäarvomallissa. Osakeperusteisessa mallissa osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo. Koska oman pääoman sijoituksilla ei ole eräpäivää muodostuu osakkeen arvo päättymättömästä osinkovirrasta. Tulevaisuuden osingot diskontataan nykyhetkeen käyttämällä oman pääoman tuottovaatimusta. Yrityksen tulevat osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kuin on luotettavasti mahdollista, ja siitä eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2007, 104–106.) Osinkoperusteisen mallin laskukaava on seuraava.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_t(1+g)}{r-g}$$

P_0 = osakkeen arvo

D_t = osingot vuonna t

g = osingon oletettu kasvuvauhti

r = oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus

Kaava 15. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2007, 106).

Osinkoperusteisessa arvostusmallissa heikkous kuitenkin on, että yritykset jakavat tuloksesta vain osan osinkoina ja osinkojen jakosuhte vaihtuu hyvin

paljon. Näin ollen osinkojen lähtötaso voi vaihdella hyvin paljon. (Kallunki & Niemelä 2007, 106.)

3.2.3 Vapaan kassavirran malli

Kassavirtaperusteinen malli on yksi suosituimmista nykyarvomalleista. Sitä käytetään paljon muun muassa siksi, että se perustuu rahanliikkeisiin eikä tilinpäätöksen harkinnanvaraisuuteen. Kassavirtaperusteisen mallin suosiota selittää lisäksi se, että malli sopii kaikkiin kaiken kokoisille yrityksille eikä pelkästään suurille yhtiöille, ja se ottaa huomioon olennaisimmat asiat yrityksen arvonmäärityksessä. (Hyöty 2006, 290.)

Osinkoperusteisessa mallissa yrityksen arvo muodostuu tulevien osinkojen nykyarvosta, kun taas kassavirtaperusteisessa mallissa yrityksen arvo muodostuu tulevien kassavirtojen nykyarvosta. Kassavirtaperusteisia malleja on paljon erilaisia, kuitenkin yleisin malli on vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF). Käyttäessä vapaan kassavirran mallia verot lasketaan kuin yrityksellä ei olisi korkomenoja. Vapaan kassavirran mallilla on mahdollista määrittää halutessaan yrityksen pääoman arvo (free cash flow to equity, FCFE) tai vaihtoehtoisesti koko yrityksen arvo (free cash flow to firm, FCFF). (Kallunki & Niemelä 2007, 110.)

Kassavirtaa mitataan joko operatiivisen kassavirran tai rahoitusvirran näkökulmasta. Ero operatiivisen kassavirran ja rahoitusvirran välillä on se, että operatiivinen kassavirta kertoo, miten syntynyt kassavirta on jakautunut tulosrahoitukseen ja investointeihin, kun taas rahoituskassavirta kertoo syntyneen kassavirran jaosta osakkeenomistajien ja vieraan pääoman rahoittajien kesken. (Kallunki & Niemelä 2007, 111–112.)

Operatiivista kassavirtaa laskiessa keskeisin tunnusluku on liikevoitto, joka saadaan suoraan tuloslaskelmasta. Tämän jälkeen kassavirtaan lisätään osuudet osakkuusyhtiöiden tuloksista. Kun tulot on lisätty, vähennetään laskelmasta verot täysimääräisesti, mistä muodostuu operatiivinen kassavirta. Seuraavaksi operatiiviseen kassavirtaan lisätään poistot, sillä ne eivät ole

kassaperusteisia maksuja. Näin tuloksena on bruttokassavirta. Vapaa operatiivinen kassavirta syntyy, kun bruttokassavirrasta vähennetään käyttöpääoman muutokset sekä bruttoinvestoinnit. (Kallunki & Niemelä 2007, 112–114.) Käyttöpääoman muutos lasketaan seuraavasti.

+	Vaihto-omaisuuden lisäys
+	Myyntisaamisten lisäys
-	Ostovelkojen lisäys
<hr/>	
=	Käyttöpääoman muutos

Kaava 16. Käyttöpääoman muutos (Kallunki & Niemelä 2007, 114).

Kun vapaa operatiivinen kassavirta on laskettu, lisätään laskelmaan vielä satunnaiset erät. Näin saadaan vapaa kassavirta laskettua. Vapaan kassavirran laskelma operatiivisesta kassavirrasta on esitetty seuraavasti. (Kallunki & Niemelä 2007, 112–114.)

Liikevoitto	
+	Osuus osakkuusyhtiöistä
-	Operatiiviset verot
-	Rahoituskulujen verovaikutus
+	Rahoitustuottojen verovaikutus
=	Operatiivinen kassavirta
+	Poistot
=	Bruttokassavirta
-	Muutos käyttöpääomassa
-	Bruttoinvestoinnit
=	Vapaa operatiivinen kassavirta
+/-	Muut erät (verojen jälkeen)
=	Vapaa kassavirta

Kaava 17. Vapaan kassavirran laskelma operatiivisesta kassavirrasta (Kallunki & Niemelä 2007, 114).

Kun viiden seuraavan vuoden kassavirrat on laskettu, lasketaan seuraavaksi päätearvo. Päätearvon vaikutus yrityksen arvoon on suuri, sillä se arvioi viidennen vuoden jälkeistä kasvua. voidaan selvittää koko yrityksen arvo diskonttaamalla tulevaisuuden kassavirrat nykyhetken keskimääräisellä

pääoman kustannuksella. Kun diskontatut arvot on laskettu, lasketaan ne yhteen ja näin saadaan koko yrityksen arvo. (Hyöty 2006, 291–292.) Vapaat kassavirrat diskontataan ja päätearvo lasketaan seuraavasti.

$$NV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_t(1+g)}{r-g} / (1+r)^t$$

NV= yrityksen arvo

FCF= ennustettu vapaa kassavirta

r= pääoman tuottovaatimus

g= pitkän aikavälin kasvu

Kaava 18. Kassavirtaperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2012, 226).

3.2.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomallissa on kyse yritykseen kertyneestä omasta pääomasta, sekä tulevaisuudessa tulevista lisäarvojen nykyarvosta. Lisäarvolla tarkoitetaan sitä, että yritys tekee ylisuuria voittoja eli oman pääoman tuotto on suurempi kuin määritelty tuottovaatimus. Negatiivisella lisäarvolla taas tarkoitetaan sitä, että yrityksen oman pääoman tuotto on alhaisempi kuin tuottovaatimus ja yrityksen arvoa tuhoutuu. Oman pääoman nykyarvo voidaan laskea, kun lisäarvot diskontataan nykyhetkeen oman pääoman tuottovaatimuksella. (Hyöty 2011, 210.) Yrityksen osakkeen arvo saadaan laskettua käyttämällä lisäarvomallia seuraavasti. (Kallunki & Niemelä 2007, 120).

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \frac{ae_4}{(1+r)^4} + \dots$$

missä P_0 = osakkeen arvo

BV^0 = oman pääoman kirjanpidollinen arvo

ae_t = arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus

r= oman pääoman tuottovaatimus

Kaava 19. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2007, 120).

Lisäarvomallin vahvuus on siinä, että kirjanpito on jo tehnyt osan arvonmäärittämisprosessista, ja käsitteet ovat pitkälti kirjanpidosta tuttuja. Mallin suurin heikkous on tuottovaatimuksen rooli lisäarvon laskennassa. Ongelma muodostuu siitä, että tuottovaatimus on vaikeasti määriteltävä. Toisen määrittäjän mielestä yritys voi tuottaa lisäarvoa, toisen mielestä taas tuhota sitä. (Hyöty 2011, 210.)

4 Case X yrityksen arvonmääritys

Työn tavoitteena on selvittää arvonmäärityksen perusteita ja eri tapoja myydä yritys ja tämän jälkeen soveltaa sitä LVI-alalla toimivaan kohdeyritykseen selvittämällä sen arvo ja paras myyntitapa kauppatilannetta varten.

Opinnäytetyössä analysoidaan yrityksen ulkoisesti ja sisäisesti vaikuttavia positiivisia ja negatiivisia tekijöitä ja tunnuslukuja, jotka voivat vaikuttaa yrityksen arvoon. Arvonmääritykseen käytetään kolmea eri mallia. Ensiksi selvitetään yrityksen kirjanpidollinen arvo eli substanssiarvo. Tämän jälkeen käytetään nykyarvomalleja eli vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia. Lopuksi opinnäytetyössä tehdään johtopäätökset, jossa arvioidaan parasta tapaa myydä yritys sekä suositellaan arvonmääritystapaa kohdeyritykselle.

4.1 Yritysesittely

Kohdeyritys on pääkaupunkiseudulla toimiva LVI-alan yritys. Kohdeyritys toimii kilpailulla alalla, mutta tekee positiivista tulosta. Yritys on pystynyt onnistuneesti kasvamaan kilpailusta huolimatta. Kasvua on tukenut laaja asiakaskunta ja hyvä hinnoittelu vaikeissakin olosuhteissa. Yritys työllistää tällä hetkellä yli 10 henkeä ja sillä on 2 omistajaa. Yritys on perustettu vuonna 2016, ja yrityksen tulos on pysynyt positiivisena sekä liikevaihto on kasvanut nousujohteisesti siitä asti. Palveluihin kuuluvat erilaiset saneeraukset kuten patteriverkoston, käyttövesiverkoston, kaukolämpökeskusten ja ulkopuolisten putkistojen saneeraukset. Asiakaskuntaan kuuluu yrityksiä, taloyhtiöitä ja henkilöasiakkaita. Kohdeyritys on luovuttanut käyttöni tilikausien 2020–2022 tilinpäätökset ja olen haastatellut yrityksen toimitusjohtajaa. Näiden tietojen avulla teen yrityksen arvonmääritykset.

4.2 Strateginen analyysi

Strategisessa analyysissä kohdeyrityksen sisäisiä menestystekijöitä ovat sen kyky hinnoitella palvelunsa ja laaja-asiakaskunta. Yrityksen ei tarvitse ostaa

materiaaleja etukäteen. Yritys pystyy määrittelemään kustannukset kyseisen ajankohdan hinnoilla tehdessään tarjousta kohteista. Asiakaskunta on myös auttanut yritystä kasvamaan, sillä yritys ei sulje mitään asiakasryhmiä ulkopuolelle eli yrityksen voi palkata henkilöasiakas, taloyhtiö tai yritys. Hyvää kasvua ovat myös tukeneet tyytyväiset asiakkaat, joista osasta on muodostunut pidempiä asiakassuhteita.

Ulkoisia vaikuttajia taloudelliseen menestymiseen ovat erilaiset talouden syklit, kuten inflaation vaikutus sekä korkojen nousu ja kova kilpailu. Nämä voivat vaikuttaa asiakkaiden mahdolliseen ostojen siirtoon. Kuitenkin LVI-alalla on paljon töitä, joita ei pysty siirtämään. Kilpailu vaikuttaa myös negatiivisesti, sillä monessa tapauksessa asiakkaat kilpailuttavat kohteet usean eri toimijan välillä, mikä luo haasteita.

4.3 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysi tehdään kohdeyrityksen antamista tilinpäätöstiedoista 2020–2022. Kohdeyrityksen oikaistu tuloslaskelma ja tase löytyvät liitteestä 1 ja 2. Tilinpäätösanalyysin avulla saadaan kuva yrityksen kannattavuudesta, maksuvalmiudesta ja sen vakavaraisuudesta. Tunnuslukuina on käytetty teoriaosuudessa esiin tuotuja tunnuslukuja.

Taulukko 1. Tilinpäätösanalyysin tunnusluvut.

Tilinpäätöstunnusluvut	2020	2021	2022
Voitto-%	6,64 %	13,14 %	14,35 %
Sijoitetun pääoman tuotto-%	26,93 %	39,16 %	39,48 %
Oman pääoman tuotto-%	36,77 %	59,11 %	51,60 %
Omavaraisuusaste-%	44,46 %	48,11 %	51,02 %
Nettovelkaantumisaste	0,05	0,28	-0,33
Quick ratio	1,98	2,49	2,38
Myyntisaamisten kiertoaika, pv	54	71	64
Ostovelkojen kiertoaika, pv	29	15	34

Tilinpäätöstunnusluvuihin voidaan päätellä, että yritys on onnistunut parantamaan kannattavuuttaan tarkasteltujen tilinpäätösten aikana. Monesti yritysten laajentuessa kannattavuus voi heikentyä, mutta tässä tapauksessa kasvua on saatu leikkaamatta katteista. Hyvää kannattavuutta tukevat myös sijoitetun pääoman ja oman pääoman tuotto-%:n kasvut, jotka ovat molemmat erinomaisella tasolla. Etenkin sijoitetun pääoman kasvu on saatu pidettyä kurissa, eivätkä korolliset velat ole kasvaneet suhteessa tuloksentelekykyyn.

Yrityksen vakavaraisuuden tunnuslukuja tarkastellessa saadaan selville, että yritys on onnistunut nostamaan omavaraisuusastettaan. Tämä auttaa yritystä selviämään pitkäaikaisista velvoitteistaan, jos yrityksen tuloksentelekykyyn tulisi heikennyksiä. Nettovelkaantumisen ollessa alle 1 se on hyvällä tasolla ja sen pitäminen hyvällä tasolla on onnistunut. Nettovelkaantumisen negatiivisuus tarkoittaa sitä, että yritys on käytännössä nettovelaton.

Maksuvalmius on yrityksellä hyvällä tasolla, ja se selviää lyhytaikaisista veloistaan nopeasti. Kuitenkin tehokkuuden tunnusluvuissa on parantamisen varaa. Vaikka yritys selviääkin ostovelloistaan ja saa mahdolliset käteisalennukset hyödynnettyä, optimimaalinen tilanne olisi se, että ostovellojen kiertoaika olisi pidempi kuin myyntisaamisten. Näin pystyttäisiin tavarantoimittajan luotolla rahoittamaan asiakkaiden luototus.

4.4 Pääoman tuottovaatimusten määrittäminen

Pääoman tuottovaatimus eli pääoman kustannus on vieraan pääoman tuottovaatimuksen ja oman pääoman tuottovaatimuksen painotettu keskiarvo. Pääoman tuottovaatimus selvitetään, koska kyseistä tietoa tarvitaan arvonmäärittämissä. Se toimii hyvänä havainnollistajana sijoittajille ja omistajille tuottovaatimusten muodossa.

Vieraan pääoman tuottovaatimus on laskettu vuoden 2022 tilinpäätöksen tiedoilla. Vieraan pääoman kustannus saadaan laskettua jakamalla korkomenot korollisella vieraalla pääomalla. Korkomenot vuonna 2022 olivat 11 573 euroa ja korollinen vieras pääoma oli 307 222 euroa. Kun luvut on jaettu keskenään, saadaan vieraan pääoman kustannukseksi 3,77 %.

Oman pääoman tuottovaatimuksen selvittäminen on vaikeampaa kuin vieraan pääoman tuottovaatimuksen, sillä oman pääoman tuottovaatimus ei ole suoraan saatavilla. Työssä on aiemmin esitetty CAP-malli, jonka avulla saadaan laskettua oman pääoman tuottovaatimus. CAP-malli vaatii, että ensiksi selvitetään riskitön korko, yrityksen beeta-kerroin ja markkinaportfolion odotettu tuotto. Riskittömänä korkona käytetään usein valtion obligaatioita. Suomen 10-vuotisen valtion obligaation korko on 2,94 % (Suomen Pankki 2024).

Riskittömän koron jälkeen täytyy selvittää yrityksen beeta-kerroin.

Listamattoman yhtiön beeta-kerroin on paljon vaikeammin määriteltävissä kuin listatun yhtiön. Opinnäytetyössä kohdeyrityksen beeta-kerroin määritetään hyödyntämällä maailmanlaajuisista rakennusalan toimialabeetaa, sillä Helsingin pörssistä ei löydy suoraan vastaavia yhtiöitä kuin kohdeyritys. Käytettävän toimialabeetan on määrittänyt Aswath Damodaran, joka on rahoituksen professori New Yorkin yliopiston Stern School of Businessissa. Damodaran opettaa yritysrahoitusta ja osakkeen arvonmäärittäystä. Damodaran on tehnyt maailmanlaajuisen tutkimuksen beetasta toimialoittain ja päivittää sen kerran vuodessa. Damodaran määrittää toimialabeetat eri maanosista sekä globaalisti. Vuonna 2024 tehdyssä tutkimuksessa rakennusalan toimialabeeta oli maailmanlaajuisesti 1,01. Tutkimuksessa oli 1623 listattua yritystä. Oman pääoman ja vieraan pääoman suhde toimialalla oli keskimäärin 67,05 %. (Damodaran, 2024.)

Kun toimialabeeta ja yritysten velkasuhde on selvitetty, pystytään toimialalla olevien yritysten keskimääräinen velkaosuus poistamaan eli unleveroimaan. Unleveroitu toimialabeeta saadaan laskettua seuraavasti.

Toimialabeeta $1,01 / 1 (1+(1-0,20 \text{ veroprosentti}) * 67,05 \% \text{ toimialan keskimääräinen vieraan- ja oman pääoman suhde}) = 0,6574$

Kaava 20. Unleveroitu beeta.

Kun velaton toimialabeeta on selvitetty, vivutetaan beeta uudelleen kohdeyrityksen arvonmäärityshetken pääomarakenteella.

Velkavivuton beeta $0,6574 \times (1+(1 - 0,20 \text{ veroprosentti})) \times (307222,91 \text{ korolliset velat} / 905435,21 \text{ oma pääoma})) = 0,8358$

Kaava 21. Uudelleen vivutettu beeta kohdeyrityksen pääomarakenteelle.

Uudelleen vivutettu beeta kohdeyrityksen pääomarakenteella on 0,8358 eli keskimääräistä yhtiötä pienempi, jolloin voidaan päätellä kohdeyrityksen olevan riskittävämpi kuin toimialalla keskimäärin.

Oman pääoman tuottovaatimuksen selvittämiseksi tarvitaan vielä markkinaportfolion tuotto-odotus. Tuotto-odotuksena voidaan käyttää osakemarkkinoiden pitkän aikavälin tuotto-odotusta 8–9 %:a (Seligson & Co). Käytetään CAP-mallissa tuotto-odotuksen keskiarvoa 8,5 %. Kun tarvittavat luvut on selvitetty, voidaan laskea oman pääoman tuottovaatimus. CAP-mallia hyödyntäen oman pääoman tuottovaatimus on 7,59 %.

Riskitön tuotto $2,94 \% + \text{beeta-kerroin } 0,8358 * (\text{markkinaportfolion tuotto } 8,5 \% - \text{riskitön tuotto } 2,94 \%) = 7,59 \%$

Kaava 22. Oman pääoman tuottovaatimus

Kun vieraan pääoman tuottovaatimus ja oman pääoman tuottovaatimus on saatu selville, voidaan määrittää koko pääoman tuottovaatimus. Koko pääoman tuottovaatimus selvitetään käyttäen WACC-kaavaa. Laskukaavaan sijoitetaan

tuottovaatimusten lisäksi oma ja vieras pääoma suhteutettuna koko pääomaan. Vierasta pääomaa yrityksellä oli vuonna 2022 yhteensä 869 388 euroa, ja omaa pääomaa oli yhteensä 905 435 euroa. Taseen loppusumma oli 1 774 823 euroa. Kun arvot sijoitetaan WACC-kaavaan, koko pääoman tuottovaatimukseksi saadaan 5,03 %.

$$(905435 / 1774823) \times 7,59 \% + (869388 / 1774823) \times 2,94 \% \times (1-0,2) = 5,03 \%$$

Kaava 23. Koko pääoman tuottovaatimus

4.5 Arvonmääritys

Opinnäytetyössä määritetään yrityksen arvo käyttäen kolmea eri arvonmääritysmallia. Kyseiset arvonmääritysmallit ovat substanssiarvo, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Osinkoperusteista mallia ei tehdä, sillä osingon määrä vaihtelee hyvin paljon kohdeyrityksellä, eikä sen perusteella saada luotettavasti määritettyä arvoa.

4.5.1 Substanssiarvo

Substanssiarvoa pidetään yrityksen alhaisimpana maksettavana hintana. Teoriassa esitettiin kahta eri tapaa laskea substanssiarvo, tässä opinnäytetyössä lasketaan substanssiarvo käyttäen likvidaatiohintaa. Likvidaatiohinnan käyttäminen tarkoittaa sitä, että myydään yrityksen koko omaisuus ja vähennetään omaisuudesta velat ja vastuut.

Kohdeyrityksen varojen arvo taseessa oli 1 774 823,36 euroa vuonna 2022. Varat sisältävät koneet ja kaluston, myyntisaamiset, lainasaamiset, muut saamiset, siirtosaamiset sekä rahat ja pankkisaamiset. Velkoja ja vastuita taseessa oli 869 388,15 euron edestä. Velat koostuvat pitkä- ja lyhytaikaisista veloista. Kun varoista vähennetään velat tulee substanssiarvoksi 905 435,21 euroa.

4.5.2 Vapaan kassavirran malli

Seuraavaksi yrityksen arvo määritetään käyttäen vapaan kassavirran mallia. Kassavirta lasketaan käyttäen operatiivista kassavirtaa. Operatiivista kassavirtaa laskiessa keskeinen tunnusluku on liikevoitto, joka kohdeyrityksen toimitusjohtajan mukaan laski vuonna 2023 noin 10,4 %. Vuosille 2024–2026 toimitusjohtaja näkee liikevoitossa vuosittaisen 10 % kasvun. Tämän jälkeen uskotaan kasvun laskevan 2 %. Kun liikevoitto on saatu selville, lisätään kassavirtaan osuudet osakkuusyhtiöiden tuloksista. Kun tulot on lisätty, vähennetään laskelmasta verot täysimääräisesti, tästä muodostuu operatiivinen kassavirta. Seuraavaksi operatiiviseen kassavirtaan lisätään poistot, sillä ne eivät ole kassaperusteisia maksuja. Näin tuloksena on bruttokassavirta. Vapaa operatiivinen kassavirta syntyy, kun bruttokassavirrasta vähennetään käyttöpääoman muutokset sekä bruttoinvestoinnit.

Käyttöpääoman muutos on laskettu edellisten tilikausien perusteella. Yhtiöllä ei ole lainkaan vaihto-omaisuutta taseessa. Seuraavassa taulukossa esitetään yrityksen kassavirtalaskelma.

Taulukko 2. Vapaan kassavirran laskelma.

Tilikausi	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Liikevoitto	599972	538886	592775	652052	717257	
-Operatiiviset verot	121237	106927	118555	130410	143451	
-Rahoituskulujen verovaikutus	11573	11881				
+Rahoitustuottojen verovaikutus	0	220				
=Operatiivinen kassavirta	467162	420298	474220	521642	573806	
+Poistot	82300	69755	52846	39634	29726	
=Bruttokassavirta	549462	490053	527065	561276	603531	
- Käyttöpääoman muutos	2952	215486	214586	274782	348472	
=Vapaa kassavirta	546510	274567	312479	286494	255059	8586145
Diskontattu kassavirta		261418	283266	247272	209598	6717866
Kokonaisarvo	7719421					

Kassavirtalaskelmassa ei ole huomioitu rahoituskulujen vaikutuksia vuosille 2024–2026, sillä niitä ei ole tarkasti tiedossa kohdeyrityksessä. Poistot on tehty suunnitelman mukaisesti. Muut erät on jätetty laskelmista pois, sillä oletuksena niitä ei ole.

Vapaat kassavirrat on diskontattu nykyarvoon koko pääoman tuottovaatimuksella, joka on 5,03 %. Laskettaessa päätearvoa tilikauden 2027 jälkeen käytettiin kasvuvauhtina 2 % vuotuista kasvua. Päätearvo laskettiin käyttäen seuraavaa kaavaa.

$$\text{Päätearvo vuoden 2026 tilikauden jälkeen} = \frac{255059 \times (1+0,02)}{0,0503-0,02} = 8586145$$

Kaava 24. Päätearvo vuoden 2026 tilikauden jälkeen

Kun päätearvo on laskettu, voidaan se diskontata seuraavalla kaavalla.

$$\text{Nykyarvo} = \frac{8586145}{(1+0,0503)^5} = 6717867$$

Kaava 25. Diskontattu päätearvo

Yhtiön kokonaisarvo muodostuu laskemalla yhteen diskontattujen kassavirtojen ja niiden jälkeen tulevien tilikausien päätearvon kanssa. Kassavirtaperusteinen arvo kohdeyrityksellä on 7 719 421 euroa.

4.5.3 Lisäarvomalli

Lisäarvomallilla pyritään selvittämään, tekeekö yritys ylisuuria voittoja eli onko pääoman tuotto on suurempi kuin yritykselle määritelty tuottovaatimus. Jos yritys ei tee määriteltyä tuottovaatimusta suurempia voittoja, yritys tällöin tuhoaa arvoaan. Lisäarvomallilla yrityksen arvon määrittämisessä on paljon samoja elementtejä kuin vapaan kassavirran mallin kanssa. Lisäarvomallissa käytetään

kassavirtojen sijaan liiketuloksen kehitystä. Seuraavassa taulukossa esitetään kohdeyrityksen lisäarvomallilaskelma.

Taulukko 3. Lisäarvomalli.

Tilikausi	2022	2023	2024	2025	2026	2027-
Liiketulos		538886	592775	652052	717257	
Osinko		250000	250000	250000	250000	
Lisävoitto		288886	342775	402052	467257	8525977
Lisävoiton nykyarvo		268506	296118	322825	348713	5914045
Kirja-arvo	905435					
Yrityksen kokonaisarvo	8055642					

Lisäarvomallissa liiketulos on laskettu oletetulla 10 % vuosikasvulla.

Tuottovaatimuksena on käytetty vuonna 2022 määriteltäviä osinkoja. Osinko pysyy laskelmassa samanlaisena, sillä yrityksen omistajilla ei ole vielä arviota sen kehityksestä. Lisävoitot ja lisävoittojen päätearvo on diskontattu nykyarvoon käyttäen oman pääoman kustannusta. Lisävoittojen päätearvo on laskettu seuraavalla kaavalla.

$$\text{Lisävoittojen päätearvo} = \frac{467257 \times (1 - 0,02)}{0,0759 - 0,02} = 8525977$$

Kaava 26. Lisävoittojen päätearvo

Päätearvo on diskontattu nykyarvoon kaavalla.

$$\text{Päätearvon nykyarvo} = \frac{8525977}{(1 + 0,0759)^5} = 5914045$$

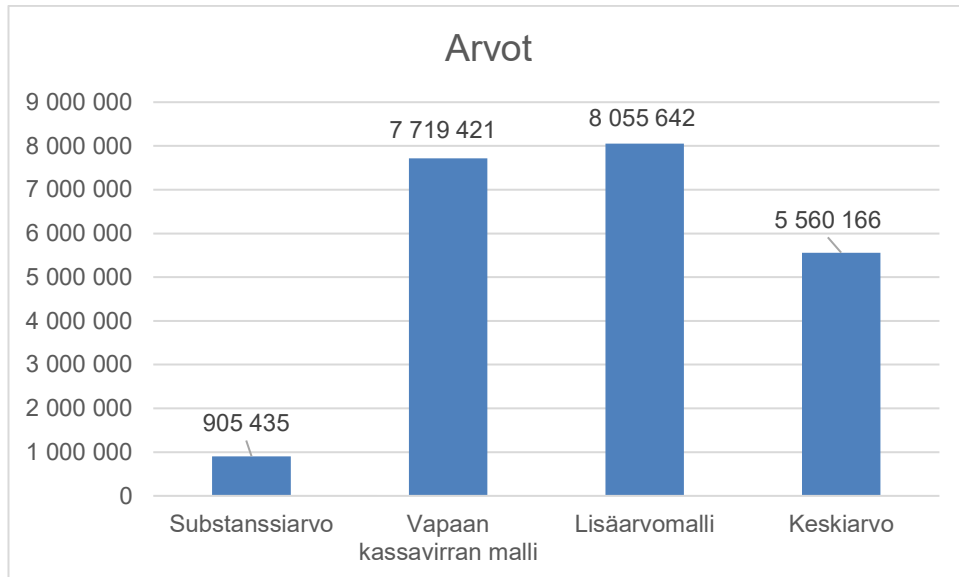
Kaava 27. Diskontattu päätearvo

Kirja-arvo on vuoden 2022 päättyneen tilikauden taseesta otettu oma pääoma. Kun lisävoittojen nykyarvot on laskettu yhteen kirja-arvolla, saadaan yrityksen arvoksi lisäarvomallimenetelmällä laskettu 8 055 642 euroa.

4.6 Arvonmääritysten yhteenveto

Opinnäytetyössä käytetyt arvonmääritysmallit vaativat pääoman tuottovaatimusten eli kustannusten selvityksen. Tuottovaatimuksia käytettiin diskonttotekijänä vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Vieraan pääoman tuottovaatimukseen käytettiin suoraan taseesta saatujen korollisten velkojen keskikustannusta. Oman pääoman tuottotavoitteen selvittämiseksi tarvittiin riskitön korko, kohdeyrityksen beeta-kerroin sekä markkinoiden odotettu tuotto. Riskittömänä korkona käytettiin Suomen valtion 10-vuotisen obligaation korkoa. Kohdeyrityksen beeta-kerroin saatiin unleveroimalla rakennusalan maailmanlaajuinen toimialabeeta ja vivuttamalla se takaisin kohdeyrityksen pääomarakenteeseen. Kohdeyrityksen beeta-kertoimesta tuli yleistä toimialabeetaa pienempi eli kohdeyritys on pääomarakenteensa vuoksi vähäriskisempi kuin toimialalla toimivat yrityksen yleisesti. Markkinoiden odotettuna tuottona käytettiin 8,5 % tuottoa. Lukuja sovellettiin CAP-malliin, joista saatiin oman pääoman tuottovaatimus. Lopuksi laskettiin WACC-mallin mukaisesti oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettu keskiarvo, joista syntyi koko pääoman tuottovaatimus.

Arvonmäärityksen malleina käytettiin substanssiarvoa, vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia. Tulokset olivat seuraavat.



Kuva 1. Kohdeyrityksen arvot

Substanssiarvoa pidetään yrityksen alhaisimpana hintana. Substanssiarvo antaa hyvän lähtökohdan neuvotteluille, se ei kuitenkaan ota huomioon yrityksen liiketoiminnan arvoa vaan vähentää velat varoista. Tämän vuoksi se ei kuvasta näinkin kannattavan yhtiön todellista arvoa.

Vapaan kassavirran malli taas kuvastaa yrityksen tulevien kassavirtojen arvoa diskontattuna nykyarvoksi. Malli antaa huomattavasti suuremman arvon kuin substanssiarvo. Vapaan kassavirran malliin liittyy epävarmuustekijöitä, kuten koko pääoman kustannusten oikeellisuus ja arvioitujen kassavirtojen ennustaminen. Vuonna 2023 korot lähtivät voimakkaaseen nousuun ja se voi vaikuttaa myös kohdeyrityksen vieraan pääoman tuottovaatimukseen. Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen vaikuttaa myös suoraan tässä mallissa. Listaamattoman yrityksen beeta-kerroin vaihtelee laskutavasta ja käytetystä toimialabeetasta. Näin ollen tulos voi vaihdella käytettyjen arvojen mukaan. Kuitenkin vapaan kassavirran malli ottaa huomioon liiketoiminnan arvoidun tulevaisuuden kehityksen, ja tämän vuoksi se onkin suosituin tapa määrittää yrityksen arvo.

Lisäarvomalli ei huomioi tulevia kassavirtoja vaan se ottaa huomioon liiketuloksen kasvun ja siihen on käytetty toimitusjohtajan arvioita tulevasta.

Kuitenkin sen tuloksiin vaikuttaa myös maksettujen osinkojen määrä sekä tulevaisuuden arviointi, joka on hyvin vaikeaa. Työssä käytettiin samaa osinkoa useammalle vuodelle, koska yritys on jakanut osinkoina kyseisen määrän vuosina 2022 ja 2023.

5 Johtopäätökset

Yrityskaupoista voi lukea jatkuvasti ja moni menestyvä yrittäjä harkitseekin oman yrityksensä myyntiä. Yksi keskeisimmistä asioista yrityskaupassa onkin arvonmääritys. Ilman ymmärrystä yrityksen arvosta on myyjän vaikeaa lähteä neuvottelemaan reilua kauppahintaa myytävästä yrityksestä. Listaamattoman yhtiön arvonmääritys on monimutkainen prosessi, joka vaatii laaja-alaista perehtymistä yritykseen ja useiden menetelmien käyttöä saadakseen riittävän käsityksen yrityksen todellisesta arvosta.

Opinnäytetyön tavoitteena oli arvioida kohdeyrityksen arvo käyttäen eri arvonmääritysmalleja ja selvittää eri kauppatapoja mahdollista myyntiä varten. Opinnäytetyössä käytiin läpi arvonmäärityksen prosessia vaihe vaiheelta ja sovellettiin tätä prosessia kohdeyritykseen. Kohdeyritykselle suoritettiin ensiksi strateginen analyysi ja tilinpäätösanalyysi, joista voi päätellä analyysien sisäiset ja ulkoiset vaikutukset yrityksen taloudellisiin tunnuslukuihin. Tarkasteltujen tilinpäätösten avulla voidaan huomata, että yritys on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoa hyvin heikentämättä kannattavuuttaan. Kuitenkin ulkoiset tekijät kuten korkojen nousu voivat vaikuttaa yrityksen tulevaan kannattavuuteen. Yritys on myös onnistunut pitämään vakavaraisuudestaan kiinni ja sillä on edellytykset selvittää velvoitteistaan heikommissakin suhdanteissa.

Työn tietoperustassa läpikäytyjä kauppatapoja olivat liiketoimintakauppa ja osakekauppa. Koska kohdeyrityksen mahdollisessa kaupassa on tarkoitus myydä koko kohdeyritys, suositeltava kauppatapa on osakekauppa. Osakekaupan hyödyt ovat kaikkein vastuiden ja velvollisuuksien siirtyminen ostajalle ja myyntihinnan saaminen myyjille. Myyjät maksavat verot kaupasta itse eikä kohdeyritykselle näin ollen synny veroja. Osakekauppa ei myöskään vaikuta suoranaisesti yrityksen olemassa olevaan toimintaan, ellei uudet omistajat haluavat kehittää toimintaa.

Kohdeyritykselle laskettiin arvot käyttämällä substanssiarvoa, vapaan kassavirran mallia sekä lisäarvomallia. Arvon selvittämiseen liittyy paljon epävarmuustekijöitä kuten tulevan ennustaminen. Vaikka lisäarvomallissa täytyy pystyä ennustamaan liiketuloksen kehitystä, auttaa mallia kuitenkin se, että suurin osa arvoista on otettavissa suoraan taseesta ja tuloslaskelmasta. Tämän vuoksi se on luotettavin malli tässä opinnäytetyössä.

Kohdeyrityksen toimitusjohtaja aikoo tulevaisuudessa harkita yrityskauppaa, ja opinnäytetyö onkin avannut hänelle arvonmääritysprosessia tarkemmin. Kohdeyritys aikoo myös hyödyntää tätä työtä verratessaan eri palveluntarjoajien arvonmäärityksiä puolueettomasti. Toimitusjohtajan mukaan opinnäytetyö on synnyttänyt ajatuksia esimerkiksi siitä, miten käyttää tai olla käyttämättä yrityksen ylimääräistä pääomaa tai miten yritystä kannattaa kehittää myyntiä ajatellen. Opinnäytetyö on myös tuonut ajatuksia, miten yritystä kannattaa kehittää myyntiä ajatellen. Kohdeyritys kokee saaneensa paljon hyötyä opinnäytetyöstä.

Lähteet

Damodaran, A. 2024. Damodaran online. Tutkimus. Viitattu 9.3.2024.

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Hyöty, J. 2006. Osakekeissien pauloissa: Intohimona analyysi. Helsinki: Talentum.

Hyöty, J. 2011. Sijoittaja yritysstrategioiden pauloissa: Intohimona Nokia / Jussi Hyöty. Helsinki: Talentum.

Immonen, R. 2018. Yritysjärjestelyt. 7., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.

Kallunki, J. 2022. Tilinpäätösanalyysi. 2., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.

Kallunki, J. & Niemelä, J. E. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. 4. p. Helsinki: Talentum.

Kallunki, J. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys: Onnistunut sijoituspäätös. Helsinki: Talentum.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K., Wilkman, N. & Niemelä, J. 2013. Yrityskauppa. 2. p. Helsinki: Talentum Media.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2022. Moderni rahoitus. 12., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.

Osuuspankki. 2023a. Osakekauppa vai liiketoimintakauppa? Artikkel. Viitattu 30.12.2023. <https://www.op.fi/yritykset/asiakkuus/yrityskauppa/osakekauppa-vai-liiketoimintakauppa>

Osuuspankki. 2023b. Yrityksen arvonmääritys. Artikkel. Viitattu 4.11.2023. <https://www.op.fi/yritykset/asiakkuus/yrityskauppa/yrityksen-arvon-maarittaminen>

Seligson & Co. Osakemarkkinoiden tuotto-odotus. Artikkel. Viitattu 9.3.2024. <https://www.seligson.fi/sco/suomi/sijoitustietoa/osakemarkkinoiden-tuotto-odotus/>

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. 1. painos. Helsinki: Alma Talent.

Suomen Pankki. 2024. Suomen valtion viitelainojen korot. Viitattu 28.2.2024.

https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/korot/taulukot2/korot_taulukot/viitelainojen_korot_fi/

Vilkkumaa, M. 2010. Yrityksen menestyksen mittarit: Tunnusluvut, yrityksen hinnan määrittäminen & tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Yrityskirjat.

Yritystutkimus Ry. 2017. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. 10., korj. laitos. Helsinki: Gaudeamus

Oikaistut tuloslaskelmat 2020–2022

	2020	2021	2022
Liikevaihto	1 324 094,60	2 422 287,80	3 254 889,26
Liiketoiminnan muut tuotot	7 000,00	3 300,00	300,00
Liiketoiminnan tuotot yhteensä	1 331 094,60	2 425 587,80	3 255 189,26
Aineet, tarvikkeet ja tavarat	-542 427,78	-1 020 337,31	-1 433 797,65
Ulkopuoliset palvelut	-111 676,32	-174 764,28	-198 661,73
Henkilöstökulut	-361 751,71	-499 633,81	-668 305,14
Poistot ja arvonalentumiset	-28 343,51	-78 660,03	-82 300,13
Liiketoiminnan muut kulut	-170 528,69	-245 528,22	-272 151,63
Liikevoitto (-tappio)	116 366,59	406 664,15	599 972,98
Muut korko- ja rahoitustuotot	7,05	0,03	0,00
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-6 130,49	-7 680,66	-11 573,26
Rahoitustuotot ja kulut yhteensä	-6 123,44	-7 680,63	-11 573,26
Tulos ennen tilinpäätössiirtoja ja veroja	110 243,15	398 983,52	588 399,72
Tuloverot	-22 309,86	-80 784,47	-121 237,15
Tilikauden voitto (tappio)	87 933,29	318 199,05	467 162,57

Oikaistut taseet 2020–2022

	2020	2021	2022
Pysyvät vastaavat			
Koneet ja kalusto	95 450,59	240 216,13	250 077,43
Pysyvät vastaavat yhteensä	95 450,59	240 216,13	250 077,43
Vaihtuvat vastaavat			
Myyntisaamiset	197 552,91	470 432,25	574 423,59
Lainasaamiset	3 284,85	3 284,85	3 284,85
Muut saamiset	133 742,00	179 912,78	184 798,55
Siirtosaamiset	9 428,42	83 919,83	153 875,31
Lyhytaikaiset saamiset yhteensä	344 008,18	737 549,71	916 382,30
Rahat ja pankkisaamiset	98 509,65	141 069,85	608 363,63
Vaihtuvat vastaavat yhteensä	442 517,83	878 619,56	1 524 745,93
Vastaavaa yhteensä	537 968,42	1 118 835,69	1 774 823,36
Oma pääoma			
Osakepääoma	2 500,00	2 500,00	2 500,00
Edellisten tilikausien voitto (tappio)	148 740,30	217 573,59	435 772,64
Tilikauden voitto (tappio)	87 933,29	318 199,05	467 162,57
Oma pääoma yhteensä	239 173,59	538 272,64	905 435,21
Vieras pääoma			
Lainat rahoituslaitoksilta	75 311,41	228 306,38	228 034,80
Pitkäaikainen vieras pääoma yhteensä	75 311,41	228 306,38	228 034,80
Lainat rahoituslaitoksilta	34 863,31	65 614,41	79 188,11
Ostovelat	51 497,92	49 570,61	150 610,21
Muut velat	67 674,29	146 850,92	205 408,17
Siirtovelat	69 447,90	90 220,73	206 146,86
Lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä	223 483,42	352 256,67	641 353,35
Vieras pääoma yhteensä	298 794,83	580 563,05	869 388,15
Vastattavaa yhteensä	537 968,42	1 118 835,69	1 774 823,36