



Tokmannin osakkeen arvonmääritys

Juuso Saastamoinen

Haaga-Helia ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Opinnäytetyö

2025

Tiivistelmä

Tekijä(t) Juuso Saastamoinen
Tutkinto Tradenomi
Raportin/Opinnäytetyön nimi Tokmannin osakkeen arvonmääritys
Sivu- ja liitesivumäärä 37 + 1
<p>Tämän opinnäytetyön tavoitteena on laskea Tokmanni Group Oyj:n osakkeen arvo tulevaisuuden odotusten perusteella ja analysoida, onko se nykyisellä markkinahinnallaan yli- vai aliarvostettu. Arvonmääritys kohdistettiin Tokmanniin sen ajankohtaisen tilanteen vuoksi, sillä osakekurssi on viime aikoina vaihdellut merkittävästi. Arvonmääritys tarjoaa tietoa sijoittajille ja yritykselle sen taloudellisesta tilanteesta ja auttaa tekemään perusteltuja päätöksiä osakkeen hankinnan tai myynnin suhteen.</p> <p>Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisella tutkimusotteella, jossa analysoitiin Tokmannin tilinpäätöksiä ja laadittiin ennusteita tulevaisuuden kassavirroista. DCF-malli valittiin arvonmääritysmenetelmäksi, sillä se huomioi tulevaisuuden kassavirrat ja niiden nykyarvon laskennan diskonttokoron avulla. Diskonttokoron määrittämisessä hyödynnettiin painotettua keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), jonka osatekijöinä ovat riskitön korko, markkinariskipreemio ja Tokmannin beta-luku.</p> <p>Opinnäytetyön teoriaosuudessa käsiteltiin osakkeen arvonmäärityksen menetelmiä, erityisesti diskontattujen kassavirtojen (DCF) mallia. Lisäksi tarkasteltiin arvonmääritykseen vaikuttavia tekijöitä, kuten painotettua keskimääräistä pääomakustannusta (WACC), riskitöntä korkoa, markkinariskipreemiota ja beta-lukua. Teoriaosuus perustuu arvonmääritystä tukevaan kirjallisuuteen, joiden avulla opinnäytetyö voidaan toteuttaa luotettavasti.</p> <p>Tutkimuksen tulokset osoittavat, että Tokmannin osakkeen laskennallinen arvo on noin 15,14 euroa, kun taas sen nykyinen markkinahinta oli tarkastushetkellä (1.1.2025) noin 12,11 euroa. Tämä viittaa siihen, että osake saattaa olla aliarvostettu ja tarjoaa potentiaalisia sijoitusmahdollisuuksia. Tulokset perustuvat ennusteisiin, jotka osoittavat keskimäärin 6,3 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun seuraavan 10 vuoden aikana, mutta lyhyellä aikavälillä investoinnit, kuten SPAR-brändin lanseerauksen mahdollinen menestys Suomessa, voivat vaikuttaa kassavirtoihin ja siten osakkeen arvoon. Herkkyysanalyysi osoitti, että pienetkin muutokset diskonttokorossa tai tulevaisuuden kasvuoletuksissa voivat merkittävästi vaikuttaa osakkeen arvonmääritykseen.</p> <p>Jatkossa tutkimusta voisi laajentaa vertailemalla Tokmannin arvonmääritystä kilpailijoihin taloudellisten tunnuslukujen ja markkina-aseman perusteella. Lisäksi eri arvonmääritysmenetelmien, kuten osinkoperusteisen mallin, hyödyntäminen toisi monipuolisemman kuvan osakkeen arvosta. Syvällisempi herkkyysanalyysi voisi tarkastella esimerkiksi raaka-ainekustannusten nousun vaikutuksia Tokmanniin, ja tilinpäätösanalyysi syventäisi ymmärrystä sen taloudellisesta tilanteesta. Myös SPAR-brändin kehityksen pitkän aikavälin vaikutuksia osakkeen arvoon kannattaisi analysoida tarkemmin.</p>
Asiasanat arvonmääritys, sijoittaminen, osake

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tavoitteet ja tutkimuskysymys	2
1.2	Tutkimusmenetelmä	3
2	Tokmanni Group Oyj	5
3	Osakkeen arvonmääritys	9
3.1	Osakkeet ja arvopaperipörssi	11
3.2	Beta-luku	12
3.3	DCF-malli osakkeen arvonmäärityksessä	13
3.4	Diskonttokorko	16
3.5	Diskonttokoron määrittäminen	17
3.6	Herkkyysanalyysi	19
4	Tokmannin arvonmääritys	20
4.1	Ennusteet tilinpäätöksessä	20
4.2	Diskonttokorko	22
4.3	Kassavirtalaskelma	24
4.4	Herkkyysanalyysi	27
5	Pohdinta	29
5.1	Tulosten johtopäätökset	29
5.2	Luotettavuus	30
5.3	Oman projektin ja oppimisen arviointi	31
	Lähteet	34
	Liitteet	38
	Liite 1. Tuloslaskelman ennusteet	38
	Liite 2. Taseen ennusteet	38

1 Johdanto

Opinnäytetyön aiheena on pörssiyhtiö Tokmanni Group Oyj:n osakkeen arvon määrittäminen. Aihe on valittu omasta kiinnostuksesta osakesijoittamiseen sekä halusta syventää ymmärrystä osakkeen arvonmäärityksen prosessista, jota on käsitelty omien opintojen aikana. Tokmanni on valittu arvonmäärityksen kohteeksi, sillä yhtiö herättää henkilökohtaista kiinnostusta ja sen ajankohtainen tilanne sekä muutoksia kokeva osakkeen hinta tarjoaa erityisen mielenkiintoisen näkökulman arvonmääritykseen.

Tokmanni on merkittävä toimija Suomen vähittäiskaupan alalla, ja sen osakkeen hinta on vaihdellut huomattavasti kuluvan vuoden aikana. Viimeisimpinä merkittävinä syinä tähän on ensimmäiseksi yhtiön antama tulosvaroitus heinäkuussa 2024, jonka seurauksena osakkeen kurssi laski pörssissä noin 11 prosenttiyksiköllä. (Heikura & Järvenpää 24.7.2024, 0:00–1:10 min.), (Cision News 23.7.2024). Toiseksi Tokmanni on solminut lisenssisopimuksen elintarvikekauppaketju SPAR Internationalin kanssa tammikuussa 2025, jonka vuoksi osakkeen kurssi nousi takaisin samalle tasolle, kun ennen tulosvaroitusta (Inderes 14.1.2025). Nämä tilanteet ja muutokset tekevät yhtiöstä erityisen kiinnostavan analysoitavan sijoittajan näkökulmasta, sillä arvonmääritys auttaa selvittämään, onko osake tällä hetkellä yli- vai aliarvostettu.

Osakkeen arvonmääritys on keskeinen osa sijoitusanalyysiä, sillä se auttaa sijoittajia arvioimaan, vastaako osakkeen markkinahinta yrityksen todellista taloudellista tilannetta ja tulevaisuuden näkymiä. Arvonmääritysprosessin avulla sijoittajat voivat tehdä perusteltuja päätöksiä siitä, kannattaako osaketta ostaa, pitää vai myydä. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.) Arvonmääritys tehdään tässä tutkimuksessa diskontattujen kassavirtojen menetelmällä (DCF-malli), jossa huomioidaan tulevaisuuden kassavirrat ja niiden vaikutus osakkeen nykyarvoon (Kinnunen 8.4.2021). Tämä menetelmä on sopivin osakkeen arvonmääritykseen, koska rahoitusteorian mukaan yrityksen markkina-arvo perustuu tulevaisuuden odotuksiin (Seppänen 2017, 22).

Tämän tutkimuksen avulla saatu arvonmääritys on merkittävä ja ajankohtainen, sillä se tuottaa arvokasta tietoa Tokmannista ja sen tulevaisuuden näkymistä. Tutkimus tuo myös esiin arvonmäärityksen riskialttiuden, joka korostuu erityisesti tässä opinnäytetyössä esitettävän herkkyyksianalyysin muuttuvissa taloudellisissa luvuissa ja markkinatilanteissa. Tulokset tarjoavat hyödyllistä tietoa niin yksityissijoittajille kuin Tokmannin osakkeen nykyisille omistajille. Seuraavissa kappaleissa käsitellään tarkemmin tutkimuksen tavoitetta ja tutkimusongelmia. Lisäksi esitellään tutkimukseen valittu määrällinen tutkimusmenetelmä, sen keskeiset piirteet ja soveltaminen tutkimuksessa.

1.1 Tavoitteet ja tutkimuskysymys

Tutkimuksen tavoitteena on määrittää Tokmanni Group Oyj:n osakkeen arvo mahdollisimman tarkasti tulevaisuuden odotusten perusteella ja arvioida, onko osake nykyisellä markkinahinnallaan yli- vai aliarvostettu. Tutkimus keskittyy erityisesti Tokmannin osakkeen nykyarvon arvioimiseen ja tarkastelee, miten yrityksen taloudellinen tilanne ja kehitys voivat vaikuttaa osakkeen arvoon. Arvonmääritys tehdään diskontattujen kassavirtojen menetelmällä (DCF-malli), jossa huomioidaan tulevaisuuden kassavirrat ja niiden vaikutus nykyarvoon (Kinnunen 8.4.2021). Tämä menetelmä on sopivin, koska osakkeen markkina-arvo perustuu tulevaisuuden odotuksiin (Seppänen 2017, 22).

Tässä opinnäytetyössä käytetään peittomatriisia, jonka avulla tarkastellaan Tokmannin osakkeen arvonmääritystä kolmen keskeisen alakysymyksen ympäriltä. Ensimmäinen kysymys käsittelee Tokmannin painotetun keskimääräisen pääoman kustannuksen (WACC) määrittämistä, joka on keskeinen tekijä diskontattujen kassavirtojen menetelmässä ja vaikuttaa suoraan yrityksen osakkeen laskennalliseen arvoon. Toinen kysymys on Tokmannin osakkeen laskennallinen arvo, joka lasketaan diskontattujen kassavirtojen mallilla tulevaisuuden kassavirtojen diskonttaamisen avulla. Kolmantena kysymyksenä pohditaan, onko Tokmannin osake tällä hetkellä yli- vai aliarvostettu suhteessa laskettuun arvoon, mikä tarjoaa sijoittajille arvokasta tietoa osakkeen markkinahinnan ja laskennallisen arvon välisistä eroista.

Seuraavassa esitettävässä peittomatriisissa tuodaan esiin edellä esitetyt alakysymykset ja niiden yhteydet opinnäytetyön eri osiin, osoittaen, missä kappaleissa käsitellään kyseisiä aiheita opinnäytetyön tietoperustassa ja missä kappaleissa tarkastellaan tuloksia.

Taulukko 1. Peittomatriisi

Kysymys	Tietoperustan luku	Tulokset
Mikä on Tokmannin painotettu keskimääräinen pääoman kustannus (WACC)?	3.4, 3.5	4.2, 5.1
Mikä on Tokmannin osakkeen laskennallinen arvo diskontattujen kassavirtojen mallin perusteella?	3, 3.3	4.3, 5.1
Onko Tokmannin osake tällä hetkellä yli- vai aliarvostettu suhteessa laskettuun arvoon?	3	5.1

1.2 Tutkimusmenetelmä

Tämä opinnäytetyö toteutetaan määrällisenä eli kvantitatiivisena tutkimuksena. Se on tieteellisen tutkimuksen menetelmäsuuntaus, joka käyttää tilastoja ja numeroita kohteen kuvaamiseen ja tulkitsemiseen. Määrällisessä tutkimuksessa pyritään usein selvittämään, miten asiat liittyvät toisiinsa, vertaillaan eri ilmiöitä ja etsitään syy-seuraussuhteita. Määrällisessä tutkimuksessa on yleistä käyttää runsaasti lukuja ja tilastoja ilmiöiden selittämiseen. Tämä menetelmä sisältää laskentaa ja tilastollisia analyysejä, jotka auttavat ymmärtämään ja selittämään tutkittavaa asiaa. (Jyväskylän yliopisto s.a.)

Tämä opinnäytetyö tehdään määrällisenä tutkimuksena, koska sen lähestymistavat tukevat parhaiten tutkimuksen tavoitteen saavuttamista. Määrällinen tutkimus on sopiva, jos pyritään saamaan vastauksia kysymyksiin siitä, kuinka paljon tai miten usein jokin ilmiö esiintyy, ja se tarjoaa samalla mahdollisuuden ymmärtää myös syitä ilmiöiden taustalla (Viikka 2021, alaluku Määrällinen tutkimus). Kun tavoitteena on selvittää Tokmannin osakkeen arvo ja tarkastella sitä, määrällinen tutkimusmenetelmä on sopivin vaihtoehto.

Toimintatapa määrällisellä tutkimusmenetelmällä perustuu tilasto-ohjelmilla suoritettuun numeeriseen analyysiin, joka tukee opinnäytetyön sisältöä erityisesti Excelin laajaa käyttöä hyödyntäen (Viikka 2021, alaluku Määrällinen tutkimus). Tässä opinnäytetyössä käytetty Excel on sopiva työkalu taulukoiden ja laskentamallien, kuten kassavirtaennusteiden ja arvonmäärittämissä laskelmien

laatimiseen. Perusteet laskelmiin ovat nähtävillä tämän opinnäytetyön liitteissä. Tämä mahdollistaa lukijalle työn läpinäkyvyyden ja tarjoaa mahdollisuuden tarkastella laskentaprosessia tarkemmin. Laskelmien ja analyysien tarkasteleminen liitteissä antaa lukijalle mahdollisuuden arvioida itse tekijän johtopäätöksiä ja niiden taustalla olevia laskentatehtäviä. Sijoittaja voi itse tarkistaa, kuinka osakkeen arvo on määritetty ja millä perusteilla laskelmat on tehty. Tämä tekee tutkimuksen lopputuloksista selkeästi ymmärrettäviä ja helpottaa sijoittajan päätöksentekoa osakkeen mahdollisesta arvostuksesta. Exceliä käytetään erityisesti laskentatehtävien ja tilastollisten analyysien tueksi, mahdollistamalla muun muassa kassavirtaennusteiden diskonttauksen ja tunnuslukujen laskennan. Tämä menetelmä tukee opinnäytetyön tavoitteita ja varmistaa tutkimuksen tarkkuuden ja luotettavuuden.

Tutkimuksessa käytettävät luvut perustuvat Tokmanni Group Oyj:n julkaisemien tilinpäätösten ja viimeisimpien kvartaaliraporttien tietoihin, jotka on saatu yhtiön virallisilta verkkosivuilta ja talousraporteista. Nämä tiedot keskittyvät yhtiön taloudelliseen tilaan ja markkinatilanteeseen vuoden 2024 kolmannen neljänneksen osalta, ottaen huomioon tiedot, jotka ovat saatavilla tarkistushetkellä 1.1.2025. Tässä tutkimuksessa jokaisen tunnusluvun osalta käytetään tuoreinta saatavilla olevaa tietoa, jossa viimeisin tarkastelupäivämäärä on 1.1.2025. Loppuvuoden 2024 viimeisen kvartaalin osalta hyödynnetään ennusteita, sillä opinnäytetyön on tarkoitus valmistua ennen kuin koko vuoden 2024 tilinpäätös ehditään julkaista keväällä 2025.

2 Tokmanni Group Oyj

Tokmanni Group Oyj, alun perin Okman Oy, perustettiin vuonna 1989 Kyösti ja Kari Kakkosen toimesta. 2000-luvun alussa Tokmanni-konserni laajentui valtakunnalliseksi halpakauppaketjuksi, ja listautui myöhemmin Helsingin pörssiin vuonna 2016. (Tokmanni Group Oyj s.a.b.) Tällä hetkellä Tokmannin osakkeiden kokonaismäärä pörssissä on 58 868 752 kappaletta (Tokmanni Group Oyj s.a.c). Vuonna 2023 Tokmanni kansainvälistyi laajentamalla omistukseensa Ruotsin johtavan halpakauppaketjun, Dollarstoren, jonka integrointi Tokmanni-konserniin etenee tällä hetkellä sujuvasti. (Tokmanni Group Oyj s.a.b). Tällä hetkellä Tokmanni on yksi Pohjoismaiden johtavista halpakauppakonserneista, ja kasvupotentiaali jatkuu. Syyskuun 2024 lopussa Tokmanni-konsernilla oli yhteensä 375 myymälää. Suomessa konserniin kuului 201 Tokmanni-myymlää, 34 Click Shoes- ja Shoe House -myymälää sekä 3 Miny-myymlää. Ruotsissa Tokmannilla oli 132 Dollarstore-myymlää ja Tanskassa 5 Big Dollar -myymälää. Tokmanni-konsernin kasvutavoitteena on vahvistaa asemaansa Pohjoismaiden johtavana halpakauppaketjuna. Yhtiö jatkaa laajentumistaan Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa sekä tutkii mahdollisuuksia uusille markkinoille. (Tokmanni Group Oyj 2024a.) Viimeisimpänä investointina Tokmanni on solminut lisenssisopimuksen elintarvikekauppaketju SPAR Internationalin kanssa, mikä antaa sille yksinoikeuden myydä SPAR-tuotteita ja käyttää SPAR-brändiä Suomessa. Tokmanni aikoo kehittää SPAR-konseptia Suomessa ja muuttaa tuore-elintarvikeliiketoimintansa SPAR-brändin mukaiseksi. Ensimmäinen SPAR-ruokaosasto avataan ensi kesänä, ja tavoitteena on, että kaikki Tokmannin tuore-elintarvikeosastot palvelevat asiakkaitaan SPAR-konseptilla vuoteen 2025 mennessä. Tokmanni harkitsee myös uusien myymälöiden avaamista ja mahdollisia itsenäisiä SPAR-myymlöitä tulevaisuudessa. (Inderes 14.1.2025.) Investoinnin vaikutusta on hankala arvioida tutkimuksen myöhemmässä vaiheessa tulevaisuuden tuloslaskelmaan, koska ei tiedetä konkreettisesti, millaisilla myymälöillä ja toimintatavoilla Tokmanni lähtee laajentamaan toimintaansa (Heikura & Järvenpää 22.1.2025, 13:35-14:10 min.).

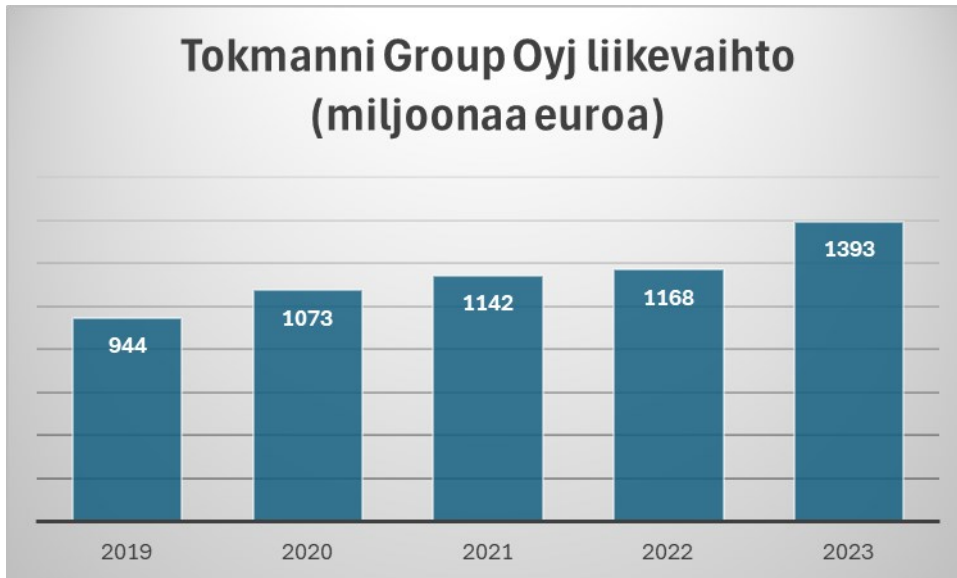
Tokmanni-konserni toimii vähittäiskaupan halpakauppasegmentissä, jossa sen myynti jakautuu päivittäistavaroihin (51,8 prosenttia) ja käyttötavaroihin (48,2 prosenttia). Päivittäistavarat sisältävät esimerkiksi elintarvikkeita, siivoustuotteita ja kosmetiikkaa, ja käyttötavarat sisältävät pukeutumisen, asumisen ja vapaa-ajan tuotteet. Valikoima koostuu omien tuotemerkkien lisäksi johtavien brändien tuotteista, tarjoten hinta-laatusuhteeltaan kilpailukykyisiä vaihtoehtoja. Vuonna 2023 konsernissa 19 myymälää tarjosi tuoreruokaa, ja kaikki näistä myymälöistä sijaitsivat Suomessa. (Tokmanni Group Oyj 2024b.)

Vuonna 2023 konsernin liikevaihto oli 1 393 miljoonaa euroa ja vertailukelpoinen liikevoitto 99 miljoonaa euroa (Tokmanni Group Oyj s.a.a.). Kolmantena neljänneksenä 2024 Tokmanni-konserni

arvioi koko vuoden liikevaihdon olevan 1 650–1 700 miljoonaa euroa. Vertailukelpoisen liikevoiton arvioidaan olevan 98–110 miljoonaa euroa. (Tokmanni Group Oyj 2024a.) Kuluvan vuoden 2024 aikana Tokmannin osakkeen hinta on vaihdellut merkittävästi noin 10 eurosta 16 euroon (Nordnet s.a.). Tokmannin heinäkuussa 2024 antama tulosvaroitusta, joka johti vuoden ohjeistuksen laskemiseen, on ollut yksi merkittävä osakekurssiin vaikuttava tapahtuma (Cision News 23.7.2024), (Heikura & Järvenpää 24.7.2024, 0:00–1:10 min.). Tuolloin osakekurssi laski hetkessä noin 13 eurosta 11 euroon (Nordnet s.a.). Tulosvaroitukseen vaikuttivat erityisesti myöhään alkanut kevätsezonki sekä kuluttajien heikko luottamus, joka osaltaan johtui arvonlisäverokannan noususta syyskuussa (Cision News 23.7.2024), (Heikura & Järvenpää 24.7.2024, 0:00–1:10 min.).

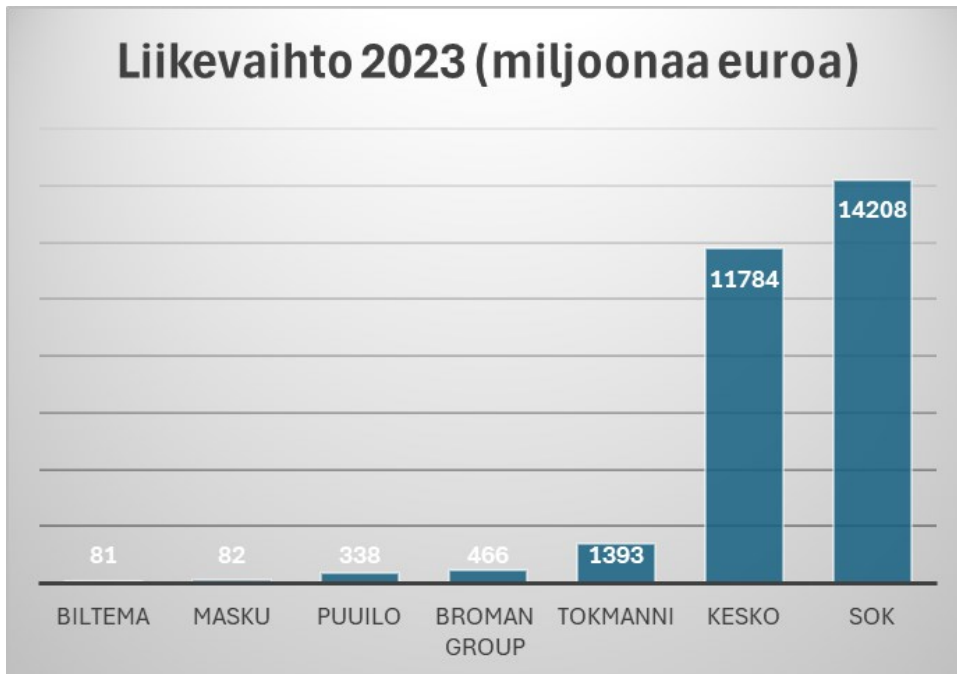
Tässä opinnäytetyössä käytetään edellä mainittuja arvioita liikevaihdosta ja liikevoitosta vuoden 2024 tilinpäätöksen ennusteen laatimiseen, koska opinnäytetyö tehdään talvella 2024–2025 ja tavoiteltu valmistumiskuukausi on maaliskuu 2025. Opinnäytetyön tekohetkellä Tokmanni on julkaissut tulokset ja raportit Q3:n osalta, joten viimeisen kvartaalin ennusteet yhdistetään kolmen ensimmäisen kvartaalin jo julkaistuihin tietoihin, jolloin saadaan muodostettua koko vuoden tuloslaskelma ja tase.

Tokmannin tavoitteena seuraavalle vuodelle 2025 on liikevaihdoksi 1 800 miljoonaa euroa ja liiketulos 150 miljoonaa euroa. Helmikuussa 2024 Tokmanni asetti tavoitteekseen saavuttaa 360 myymälän verkoston Pohjoismaissa vuoteen 2025 mennessä. (Tokmanni Group Oyj 2024b.) Kolmannen neljänneksen lopussa 2024 myymälöitä oli jo 375, eli tavoitteeseen oli päästy etuajassa (Tokmanni Group Oyj 2024a). Tokmannilla ei ole SPAR-investoinnin lisäksi muita merkittäviä tiedossa olevia investointisuunnitelmia tulevaisuudelle, lukuun ottamatta myymäläverkoston laajentamista ja uusien myymälöiden avaamista sekä laajentamista Pohjoismaissa (Tokmanni Group Oyj 2024b). Tokmannin liikevaihto on kasvanut 2019–2023 aikana keskimäärin 10,39 % vuodessa, mikä tarkoittaa noin 112 miljoonan euron vuosittaista liikevaihdon kasvua (Tokmanni Group Oyj 2024b), (Tokmanni Group Oyj 2021). On oletettavaa, että tämä kasvuvauhti jatkuu tulevaisuudessa, ellei poikkeuksellisia investointeja tai muita merkittäviä muutoksia ilmene. Seuraavaksi esitetystä kuvasta voi havaita Tokmannin jatkuvan liikevaihdon kasvun.



Kuva 1. Tokmannin liikevaihdon kehitys (mukailen Tokmanni Group Oyj 2024b; 2022)

Tokmanni toimii kilpailukykyisillä halpakauppamarkkinoilla, joissa sen pääkilpailijoita ovat kaikki tuore-elintarvikkeita käyttötavaroita tarjoavat hypermarketit, paikalliset ja kansainväliset halpakau-
pat sekä erikoishalpakau-
pat. (Tokmanni Group Oyj 2024b.) Alla olevassa kuvassa Tokmannin lii-
kevaihtoa vertaillaan muihin kilpailijoihin, jotka toimivat samalla markkinalla.



Kuva 2. Tokmannin ja kilpailijoiden liikevaihto 2023 (mukailen Tokmanni Group Oyj s.a.a.; Puuilo Oyj 2024; Broman Group 2024; Asiakastieto s.a.a., s.a.b.; Kesko 2024; S-Ryhmä 2024).

Jos ei oteta huomioon Suomen Osuuskauppaa tai Keskoa, jotka ovat valtakunnallisia ja monialai-
sia toimijoita, Tokmannin mittakaava on suuri verrattuna muihin kilpailijoihin. Tokmannin

kilpailuetuja muihin toimijoihin nähden ovat erityisesti halvat hinnat, mielenkiintoinen ja muista toimijoista erottuva tuotevalikoima sekä huomattavan laaja valikoima eri tuoteryhmien tuotteita yhdistettynä valtakunnalliseen myymäläverkostoon ja verkkokauppaan. (Tokmanni Group Oyj 2024b.)

3 Osakkeen arvonmääritys

Seppänen (2017, 44) määrittelee osakkeen arvon seuraavasti:

$$\text{Osakkeen arvo} = \frac{\text{Koko oman pääoman käypä arvo}}{\text{Liikkeillä olevien osakkeiden lukumäärä}}$$

Osakesijoittajan tekemän arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yrityksen tai sen osakkeen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Osakkeen ja yrityksen arvoa arvioidaan tämän hetken perusteella, mutta ennen kaikkea tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. Tällä tavoin määritetty yrityksen taloudellinen arvo voi poiketa merkittävästi tilinpäätöksen taseen arvosta, koska tilinpäätös heijastaa vain mennyttä kehitystä, ja sen arvostusperusteet määräytyvät liikekirjanpidon sääntöjen mukaisesti. Listattujen yritysten osakkeiden markkinahinnat voivat hetkellisesti erota niiden taloudellisista arvoista, erityisesti tilanteissa, joissa osakekurssit vaihtelevat voimakkaasti. Siksi luotettava osakkeen arvonmääritys on onnistuneen sijoituspäätöksen perusta. Arvonmäärityksen tietoja tarvitaan yleensä, kun ostetaan tai myydään osakkeita. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.)

Osakkeen arvonmääritys on tärkeä menetelmä, jota käytetään pääosin sijoituspäätöksen tueksi. Arvonmäärityksellä saatua osakkeen arvoa verrataan aina kyseisen hetken markkinahintaan. Jos markkinahinta on arvonmäärityksen osoittamaa arvoa alhaisempi, sijoittajan kannattaa harkita osakkeen ostamista. Mikäli arvonmäärityksen perusteella laskettu arvo on nykyistä markkinahintaa alhaisempi, se voi viitata osakkeen ylihinnotteluun ja toimia sijoittajalle myyntisignaalina. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.5.)

Rahoitusteorian mukaan sekä yrityksen markkina-arvo että kassavirtojen nykyarvo perustuvat odotuksiin tulevista taloudellisista hyödyistä eli kassavirroista. Menneet kassavirrat ovat merkityksellisiä vain, jos ne auttavat ennustamaan tulevia kassavirtoja arvonmäärityshetken jälkeen. Rahoitusteorian mukainen yrityksen arvo voidaan esittää kaavalla

$$\text{Markkina - arvo } (P_{t=0}) = \text{Nykyarvo } (V_{t=0}),$$

kun taas diskontattujen kassavirtojen mukainen yrityksen arvo esitetään kaavalla

$$\text{Nykyarvo } V (V_{t=0}) = \frac{\text{Kassavirrat}(CF_{t=1})}{\text{Tuottovaatimus}(k_{t=0})}$$

joissa P on yrityksen markkinahinta, V yrityksen tuottamien taloudellisten hyötyjen nykyarvo, CF kassavirta omistajille, k omistajien tuottovaatimus prosentti eli diskonttauskorko, t ajankohta (vuosissa, 0 =arvonmäärityshetki, 1 =yksi vuosi). (Seppänen 2017, 22.)

Arvonmäärityksen prosessi voidaan kuvata suoraviivaisena prosessina. Yksinkertaisesti kuvattuna arvonmäärittäjä aloittaa tekemällä oletuksia ja ennusteita valitun arvonmäärittämismallin vaatimista tiedoista. Tämän jälkeen ennusteet syötetään malliin, ja lopuksi malli tuottaa arvion osakkeen arvosta. (Seppänen 2017, 26.) Estimaatti osakekannan arvosta ilmoitetaan yrityksen kokonaisarvona (EV), joka lasketaan diskonttaamalla ennustejakson ja kasvuperiodien vapaat kassavirrat nykyarvoon diskonttokoron avulla. Kokonaisarvo kattaa sekä ennustejakson että päätearvon laskennan. Pitkän aikavälin kasvu oletetaan yleensä hyvin mitättömäksi, koska yrityksen ei odoteta kasvavan nopeammin kuin talouden inflaatiotaso. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.4.) Näin diskonttatut kassavirrat summaamalla saadaan yrityksen kokonaisarvo, josta vähennetään vieraan pääoman osuus. Jäljelle jäävä oman pääoman arvo jaetaan osakkeiden lukumäärällä, jolloin saadaan vastaukseksi tässä opinnäytetyössä tavoiteltu yksittäisen osakkeen arvo. (Seppänen 2017, 386.)

Osakkeen arvo perustuu yrityksen odotettuun tulevaan taloudelliseen menestykseen ja siihen liittyviin riskeihin. Taloudellista menestystä arvioidaan eri arvonmääritysmenetelmillä, kuten nettotuloksen tai vapaan kassavirran avulla. Menetelmästä riippumatta peruseriaate on sama: mitä parempaa tulevaa taloudellista menestystä yritykselle ennustetaan, sitä korkeampi osakkeen arvo. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.2.) Nämä oletukset ja ennusteet pohjautuvat yrityksen liiketoiminnan ja ympäristön sekä sen taloudellisen tilanteen ja suorituskyvyn arviointiin tilinpäätösanalyysinä ja liiketoiminta-analyysinä (Seppänen 2017, 27).

Osakkeen arvonmäärityksessä tarvitaan monipuolista tietoa yrityksestä, sen toimialasta ja yleisestä taloudellisesta tilanteesta (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.4). Arvonmääritys perustuu markkinaosapuolten arvonmäärityspäivänä saatavilla olevaan tietoon, joka on keskeistä yrityksen arvonmuodostuksen kannalta. (Seppänen 2017, 412). Haasteena on, että pelkkien toteutuneiden tietojen lisäksi arvonmääritykseen tarvitaan ennusteita näiden tekijöiden tulevasta kehityksestä. Internet ja erilaiset verkkopalvelut helpottavat merkittävästi tiedon keräämistä. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.4.)

Yrityksen arvonmäärityksessä tarvittavat taustatiedot saadaan yrityksen tilinpäätöksestä, joka antaa kokonaiskuvan yrityksen toteutuneesta taloudellisesta kehityksestä ja toimii arvonmäärityksen perustana. Tilinpäätöksen avulla voidaan arvioida yrityksen riskejä ja kannattavuutta sekä ennakoita sen tulevaa kehitystä. Tilinpäätöstiedot kuvaavat mennyttä kehitystä ja ovat arvonmäärityksessä merkityksellisiä vain siinä määrin, kuin ne auttavat ennustamaan yrityksen tulevaa

taloudellista tilaa. Aiemman kehityksen analysointi yhdessä strategisen analyysin kanssa antaa vahvan pohjan tulevaisuuden arvioinnille. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 2.)

Osakkeen arvonmäärityksessä käytettävän tilinpäätöksen keskeisiä elementtejä ovat tilinpäätöksen tuloslaskelma, tase, rahavirtalaskelma ja johdon katsaus tulevaisuudennäkymiin. Tilinpäätös sisältää taloudellisten laskelmien lisäksi myös muita hyödyllisiä tietoja, kuten liiketoimintasegmenttien menestyksen, riskit ja johdon katsauksen tulevaisuuteen. Johdon katsaus on tärkeä, sillä se tarjoaa suuntaa yrityksen tulevasta kehityksestä ja mahdollistaa sen vertaamisen analyytikoiden arvioihin. Tuloslaskelma kertoo tilikauden tulot ja menot, ja sen viimeisellä rivillä on tilikauden tulos. Positiivinen tulos on merkki yrityksen kannattavuudesta. Tase esittää yrityksen omaisuuden ja rahoituksen lähteet tilikauden päättymishetkellä. Keskeisiä ja tärkeimpiä omaisuuseriä ovat käyttöomaisuus, vaihto-omaisuus ja rahoitusomaisuus. Omaisuus on hankittu joko omalla tai vieraalla pääomalla, mikä näkyy taseen rahoitusosassa. Kannattavan toiminnan tuottama tulorahoitus kasvattaa omaa pääomaa, kun taas velkarahoitus muodostaa vieraan pääoman. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 2.1.)

Kassavirtalaskelma esittää yrityksen liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirrat. Se perustuu tuloslaskelman tilikauden tulokseen, mutta luvut muutetaan kassapohjaisiksi. Tämä muutos tarkoittaa, että huomioidaan vain ne tulot ja menot, jotka ovat todellisuudessa vaikuttaneet kassavirtaan kyseisen tilikauden aikana. Keskeisin muutos on poistojen korvaaminen investoinneilla. Kassavirtalaskelma on erityisen hyödyllinen arvonmäärityksessä, koska sen avulla voidaan laskea yrityksen toteutuneet vapaat kassavirrat. Näitä lukuja voidaan käyttää ennustettaessa tulevien vuosien vapaita kassavirtoja vapaan kassavirran arvonmääritysmallin avulla. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 2.1.)

3.1 Osakkeet ja arvopaperipörssi

Tässä opinnäytetyössä arvonmäärityksen kohde on osake, joka edustaa omistusosuutta yhtiöstä. Osakkeenomistajat saavat osuutensa yhtiön voitonjaosta osinkoina, ja heillä on oikeus osallistua yhtiön päätöksentekoon yhtiökokouksessa. Osinko on palkkio osakkeiden omistamisesta ja siihen liittyvästä riskistä, ja sen maksaminen edellyttää, että yhtiö on tehnyt voittoa. Jos yhtiö lopetettaisiin ja sen varat jaettaisiin velkojen maksamisen jälkeen, saisit omistusosuuttasi vastaavan määrän varoja. (Saario 2016, 18.) Osakkeiden riski on yleensä suurempi kuin velkasijoitusten, joten sijoittajat odottavat osakkeilta korkeampaa tuottoa (Sijoittaja s.a.).

Pörssi on markkinapaikka, jossa arvopaperit, kuten osakkeet, vaihtavat omistajaa julkisesti ja läpinäkyvästi. Sijoittajat käyvät kauppaa pörssissä nopeasti ja alhaisin kustannuksin. Pörssin kautta yritykset voivat hankkia rahoitusta laskemalla liikkeelle uusia osakkeita, mikä tarjoaa vaihtoehdon

velkarahoitukselle. Pörssiyhtiöt edustavat talouden huippuyrityksiä, sillä kilpailukyvytön yhtiö ei yleensä kykene pysymään pörssissä pitkään. (Saario 2016, 18.)

Yrityksen taseen oma pääoma käsittää osakkeenomistajien sijoitukset, jakamattomat voittovarot, kertyneet tappiot ja mahdolliset arvonkorotukset. Oma pääoma/osake -luku eli osakkeen matemaattinen arvo saadaan jakamalla oma pääoma tilikauden lopun osakemäärällä. Tätä lukua käytetään pörssiyhtiöiden arvostuksen arvioimiseen ja se esitetään usein vuosikertomuksessa viiden viime vuoden ajalta, oikaistuna osakeantien ja osakkeiden pilkkomisen vaikutuksilla. P/B-luku (Price-to-Book) vertaa pörssikurssia omaan pääoma/osake -lukuun, ja mitä suurempi ero on, sitä kalliimpi osake on. Tämä vertailu on yksi vanhimmista ja luotettavimmista tavoista arvioida yhtiön arvostustasoa eri aikoina ja markkinoilla. (Saario 2016, 124.) P/B-luku kertoo, kuinka monta kertaa yrityksen markkina-arvo on suurempi kuin sen taseessa ilmoitettu oma pääoma. Jos osakkeen P/B-luku on korkea, sitä pidetään kasvuosakkeena, ja yleisesti ottaen P/B-luvun yli 1 katsotaan olevan korkea. (Osakesijoittaja s.a.)

Tokmannin ilmoittama oma pääoma/osake -luku oli 4,51 euroa vuonna 2023 (Tokmanni Group Oyj 2024b). Vuonna 2023 Tokmannin osakkeen hinta oli keskimäärin noin 13 euroa (Nordnet s.a). Tämä tarkoittaa, että Tokmannin markkinahinta oli noin kolminkertainen verrattuna omaan pääomaan. Tämä viittaa siihen, että markkinat odottivat Tokmannin kasvavan tulevaisuudessa, josta tilanne ei ole merkittävästi tänä vuonna 2025 muuttunut. Myöhemmin tässä opinnäytetyössä esitettävät ennusteet tukevat tätä positiivista näkymää. (Osakesijoittaja s.a.)

3.2 Beta-luku

Osakkeiden beta-luku vertaa osakkeen arvon kehitystä pörssi-indeksiin. Mitä korkeampi on beta-luku, sitä voimakkaammin osakkeen arvo muuttuu pörssi-indeksin muuttuessa. Luku siis kertoo sijoituskohteen kurssimuutokseen liittyvästä epävarmuudesta. (Saario 2016, 89.)

Kun beta on 1, yrityksen riski on sama kuin markkinoiden kokonaisriski. Tällöin yrityksen rahoitusinstrumentin, kuten osakkeiden tai velkainstrumenttien, tuotto vaihtelee yhtä paljon kuin markkinoiden tuotto. Esimerkiksi, jos markkinoiden tuotto vaihtelee +/- 10 prosenttia, myös yrityksen tuotto vaihtelee samalla tavalla. Jos beta on suurempi kuin 1, yrityksen riski on markkinoita suurempi, mikä tarkoittaa, että yrityksen tuotto vaihtelee enemmän kuin markkinoiden tuotto. Esimerkiksi, jos markkinoiden tuotto vaihtelee +/- 10 prosenttia, yrityksen tuotto voi vaihdella enemmän, kuten +/- 20 prosenttia. Toisaalta, kun beta on pienempi kuin 1, yrityksen riski on pienempi kuin markkinoiden riski. Tässä tapauksessa yrityksen tuotto vaihtelee vähemmän kuin markkinoiden tuotto, esimerkiksi +/- 5 prosenttia, jos markkinoiden tuotto vaihtelee +/- 10 prosenttia. Beta-luku

siis mittaa yrityksen tuoton herkkyyttä markkinoiden liikkeille ja auttaa arvioimaan sen riskitasoa suhteessa markkinoiden kokonaistilanteeseen. (Seppänen 2017, 225.)

Beta-luku voidaan ilmaista joko leveroituna tai ei-leveroituna riippuen yrityksen velkaantumisas- teesta. Velattoman yrityksen beta-luku kuvaa liiketoiminnan riskiä ilman velan vaikutusta, kun taas velallisen yrityksen beta-luku täytyy korjata rahoitusriskillä, eli lisätä velan aiheuttama riski. Leve- roitu beta-luku kuvastaa todellista sijoittajariskiä, kun yrityksellä on sekä omaa että vierasta pää- omaa. Tämä korjaus on tärkeä, mikäli beta-luku ei ole valmiiksi leveroitu, koska arvonmäärittäyk- sessä diskonttokoron (WACC) määrittämisessä on huomioitava velan vaikutus riskiin. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.5.4.)

3.3 DCF-malli osakkeen arvonmäärittämisessä

Osakkeen arvonmäärittämiseen pätevin ja sopivin vaihtoehto on diskontattujen kassavirtojen malli (DCF-malli), koska yrityksen arvo määräytyy tulevaisuuden odotusten perusteella (Kallunki & Nie- melä 2012, luku 1), (Seppänen 2017, 22), (Kinnunen 8.4.2021). Diskontattujen kassavirtojen mallin menetelmässä käytetään vapaan kassavirran mallia (free cash flow, FCF), joka ottaa huomioon yrityksen todellisen tuottokyvyn. Kassavirtaperusteisen arvonmäärittämissä mallin etu on se, että sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. Vapaan kassavirran menetelmällä on mahdollista arvioida joko yrityksen koko arvo (FCFF, free cash flow to firm) tai suoraan oman pääoman arvo (FCFE, free cash flow to equity). Tässä opin- näytetyössä käytetään koko yrityksen arvoa (FCFF), koska sen hyvä puoli on, että siinä otetaan tarkemmin kantaa yrityksen kassavirtojen luonteeseen. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.3.)

Koko yritykselle lasketussa vapaassa kassavirrassa ei huomioida rahoituskuluja, kuten korkomak- suja tai osinkoja, koska ne otetaan huomioon diskonttaustekijänä käytettävässä pääoman keski- määrääiskustannuksessa (WACC). Kun vapaan kassavirran mallilla määritetään koko yrityksen arvo, oman pääoman arvo saadaan vähentämällä koko yrityksen arvosta vieraan pääoman rahoit- tajien osuus (korolliset nettovelat). Jäljelle jäävä osuus on osakkeenomistajan osuus yrityksen ar- vosta. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.3.) Tämän osuuden määrittäminen on opinnäytetyön ta- voitteenä osakkeen arvon määrittämisessä.

Diskontattujen kassavirtojen mallia varten tehdään kassavirtalaskelma, jossa seurataan pelkästään rahan liikkeitä, eli tilikauden kassaan- ja kassastamaksuja. Vapaa kassavirta voidaan laskea suo- ralla menetelmällä tai epäsuoralla menetelmällä tuloslaskelma- ja tasetietojen avulla. Suoralla me- netelmällä rahavirtalaskelmasta laskettu kassavirta on tarkempi kuin epäsuora menetelmä, sillä yri- titys itse raportoi rahavirtalaskelmassaan tuloslaskelman jaksotusten purkamisen rahavirtaan

siirryttäessä. Epäsuorassa menetelmässä nämä korjaukset pitäisi arvioida tasetietojen perusteella. Jos rahavirtalaskelma on käytettävissä, sitä olisi syytä käyttää. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 2.4.)

Ennustaminen alkaa liikevoitosta (EBITDA tai EBITA), jonka jälkeen vähennetään verot ja lisätään poistot, jolloin saadaan liiketoiminnan kassavirta. Ennusteet sisältävät arviot käyttöpääoman muutoksista, investoinneista sekä muista kassavirtoihin vaikuttavista eristä. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.4.) Seuraavassa taulukossa on sama tieto kaavaana:

Taulukko 2. Vapaan kassavirran laskentakaava (mukaiillen Seppänen 2017, 206–207)

EBITA
- EBITA:n perusteella laskettavat verot
= NOPAT eli EBITA laskennallisten verojen jälkeen
+poistot
-/+ Käyttöpääoman muutos
-/+ Käyttöomaisuuden muutos
= Vapaa kassavirta liiketoiminnasta (FCFF)

Kaavan käyttöpääoman muutosta mitataan eroilla taseen eri osissa, jotka liittyvät päivittäiseen liiketoimintaan, kuten vaihto-omaisuus, saamiset ja velat. Käyttöpääoman muutos määritetään seuraavaksi kuvatulla menetelmällä: Jos vaihto-omaisuus on kasvanut, tämä tarkoittaa käyttöpääoman lisäystä, ja jos se on vähentynyt, se tarkoittaa käyttöpääoman vähenemistä. Saamisten kasvu lisää käyttöpääomaa, kun taas väheneminen vähentää sitä. Pitkäaikaiset myyntisaamiset lisäytyvät tai vähenevät, mikä vaikuttaa käyttöpääoman määrään. Korottomien velkojen kasvu lisää käyttöpääomaa, kun taas väheneminen vähentää sitä. Muutokset saadussa ennakkomäärässä voivat myös vaikuttaa käyttöpääoman määrään. (Yritystutkimus Ry & Gaudeamus Helsinki University Press 2017, 57.)

Kaavan käyttöomaisuuden muutoksessa otetaan huomioon aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden lisäykset ja vähennykset, jotka vaikuttavat investointeihin. Käyttöomaisuuden muutoksessa lasketaan hyödykkeiden lisäykset ja vähennykset tilikauden aikana. Poistot lisätään, koska ne vähentävät käyttöomaisuuden kirjanpitoarvoa. Arvonkorotukset, jotka eivät ole rahavirtaa, eivät vaikuta käyttöomaisuuden muutokseen. (Yritystutkimus Ry & Gaudeamus Helsinki University Press 2017, 58.)

FCCF-laskelmasta saadut vapaat kassavirrat hyödynnetään diskontatun kassavirran (DCF) kaavassa

$$Value (EV) = \frac{CF_1}{(1+i)_1} + \frac{CF_2}{(1+i)_2} + \dots + \frac{CF_\infty}{(1+i)_\infty} \dots \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+i)^n}$$

missä CF on kassavirta, i diskonttauskorko, n vuosien lukumäärä yhdestä ikuisuuteen. (Larrabee & Voss 2012, luku 5.)

Reaalimaailmassa on hyvin vaikeaa työskennellä äärettömyyteen ulottuvien ajanjaksojen kanssa ja samalla säilyttää arvioinnin rationaalisuus. Siksi, kun diskontattujen kassavirtojen mallia käytetään liiketoiminnan arvon määrittämiseen, kaukainen tulevaisuus yhdistetään yleensä yhdeksi arvoksi, joka edustaa arvioitua myyntihintaa (terminaaliarvo) suhteellisen lähellä olevana ajankohtana. Näin ollen, jos edellinen yhtälö päätettäisiin ajanjaksolla t sen sijaan, että se jatkuisi äärettömyyteen, kaavaa muokattaisiin muotoon

$$Value (EV) = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

missä CF on kassavirta, i diskonttauskorko, n vuosien lukumäärä välillä 1 ja t , TV terminaaliarvo. (Larrabee & Voss 2012, luku 5.) Kassavirtalaskelman viimeisen vuoden eli terminaaliarvon diskonttaamisessa jakajana toimii diskonttokoron ja terminaalikasvuoletuksen erotus (WACC-g), jonka jälkeen (EV) saadaan edellisen kaavan avulla. (Kallunki & Niemelä, luku 6.3.4.)

Kun kaavan tuloksesta (EV) vähennetään korolliset nettovelat, saadaan osakkeenomistajien osuus yrityksen arvosta. Osakkeen arvo saadaan jakamalla tämä osakkeiden lukumäärällä. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.3.) Arvonmäärittämisestä saatu osakkeen arvo on vertailukelpoinen arvonmäärittämishetkellä vallitsevaan osakkeen markkinahintaan. Jos markkinahinta on arvonmäärittämisajan perusteella laskettu arvo on nykyistä markkinahintaa alhaisempi, se voi viitata osakkeen ylihinnoitteluun ja toimia sijoittajalle myyntisignaalina. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.5.)

Tyypillisesti kassavirrat arvioidaan esimerkiksi 5 tai 10 vuoden ajalta, ja tästä eteenpäin terminaaliarvolla, joka on hinta millä yritys voitaisiin myydä tämän ajanjakson lopussa. (Larrabee & Voss 2012, luku 5). Vuosittaiset kassavirtalaskelmat perustuvat arvioihin liikevaihdon, kulujen ja investointien kehityksestä. Tarkemman euromääräisen ennustejakson pituus on yleensä 3–8 vuotta. Tämän jälkeen tulevat kassavirrat ennakoitetaan kasvukerrointen avulla (esimerkiksi yksi-, kaksi- tai useampivaiheisena mallina, tai prosentteina). (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.4.)

Tässä opinnäytetyössä kassavirta arvioidaan edellä mainitun käytäntöjen mukaisesti. Kassavirrat arvioidaan vuoteen 2034 asti, joista ennustetaan arviot vuoteen 2030 asti tarkasti, ja viimeisten vuosien osalta käytetään kertoimia. Nettokäyttöpääoman kasvulle voidaan määritellä oma prosenttiosuus jakamalla kunkin vuoden toteutuneet nettokäyttöpääomat vastaavan vuoden liikevaihdolla (2019–2023). Kassavirtalaskelman (FCFF) viimeisten vuosien (2031–2034) nettokäyttöpääoma saadaan kertomalla kunkin vuoden liikevaihto määritellyllä nettokäyttöpääoman prosenttiosuudella. Käyttöomaisuuden muutos samojen viimeisten vuosien osalta määritellään kasvamaan oikeassa suhteessa ennustejakson liikevaihdon kasvun (g) prosentin mukaisesti. Kyseisen ennustejakson viimeiselle vuoden 2034 terminaaliarvoksi, eli liikevaihdon kasvuksi määritellään hyvin maltillinen prosentti, koska näin pitkälle tulevaisuutta on hankalampaa arvioida, ja liiallinen optimistisuus johtaisi yliarvioitua yrityksen arvoon. Yritys ei myöskään voi kasvaa pitkällä aikavälillä loputtomiin, koska muuten se kasvaisi koko kansantalouden suuruiseksi. Tämän takia pitkän aikavälin kasvu on hyvä asettaa lähelle inflaatio-odotuksia. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.4.)

3.4 Diskonttokorko

Tässä kappaleessa käydään läpi, miten saadaan selvitettyä diskontattujen kassavirtojen mallin diskonttokorko i , joka on koko pääoman painotettu keskimääräiskustannus (WACC). Kappaleessa kerrotaan myös, mitä muita parametrejä tarvitaan diskonttokoron selvittämiseksi, ja miten ne selvitetään.

Yrityksen arvonmäärityksessä käytetään tavallisesti diskonttaustekijänä WACCia, joka tarkoittaa yrityksen koko pääoman keskimääräistä kustannusta. (Seppänen 2017, 227). Siinä huomioidaan sekä oman että vieraan pääoman kustannukset. Yritykset hankkivat rahoitusta sijoittajilta, jotka voivat sijoittaa joko osakkeisiin tai lainoihin. Vieraan pääoman sijoittajat saavat kiinteän korvauksen, kun taas osakkeenomistajat saavat tuottoa osakkeiden arvon nousuna ja osinkoina. Osakkeenomistajilla on lisäksi valvontaoikeus yrityksen toimintaan, kun taas vieraan pääoman sijoittajilla ei ole suoraa vaikutusvaltaa. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.1.)

Tulevaisuudessa saatavien kassavirtojen arvo on pienempi kuin nykyhetkellä saatavien, koska sijoittaja voi käyttää nykyiset kassavirrat heti hyväkseen, mutta tulevia kassavirtoja täytyy odottaa. Tämän vuoksi kassavirrat diskontataan nykyhetkeen käyttämällä pääoman tuottovaatimusta. Pääoman tuottovaatimus on myös sijoittajalle vaihtoehtoiskustannus, joka heijastaa tuotto-odotusta vastaavan riskin omaavista vaihtoehtoista. Arvonmäärityksessä pääoman tuottovaatimus on kriittinen muuttuja, koska virheellinen arvio voi johtaa vääristyneisiin tuloksiin. Siksi WACC:n oikea arviointi on olennainen osa yrityksen arvon määrittäystä ja sijoittajien päätöksenteon tukemista. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.1.)

3.5 Diskonttokoron määrittäminen

Diskonttokoron määrittämisessä keskeisiä asioita ovat WACC (koko pääoman painotettu keskimääräinen kustannus), ja CAPM-malli (Capital Asset Pricing Model, pääomamarkkinoiden hinnoittelumalli) jolla saadaan selvitettyä WACC-laskukaavassa käytettävää oman pääoman tuottovaatimus. (Seppänen 2017, 223.)

Ensimmäiseksi esitetään WACC kaava

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) * R_E + \left(\frac{D}{V}\right) * R_D * (1 - T_c),$$

jossa E on yrityksen oman pääoman (markkina-)arvo, D on vieraan pääoman (markkina-)arvo, V on koko pääoman (markkina-)arvo, R_E on oman pääoman tuottovaatimus R_D ja on vieraan pääoman tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.5.3). T_c on tuloveroprosentti, joka on osakeyhtiöillä 20% (Vero s.a.).

WACC saadaan määriteltä, kun oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset on määritetty. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.5.3). Oman pääoman tuottovaatimus on se hinta, jolla yritys saa pääomia rahoitusmarkkinoilta investointeihin tai yritysostoihin. Tuottovaatimus määräytyy yrityksen tuottavuuden tuotto-odotuksista, joissa otetaan huomioon ennakoitu riski. Riskin määrä vaikuttaa siihen, kuinka korkean tuoton sijoittajat odottavat sijoittamalleen pääomalle: mitä suurempi riski, sitä korkeampi tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.4.1.)

Tuottovaatimus vaihtelee yrityksen riskin mukaan, ja riskiin vaikuttavat esimerkiksi rahoitus- ja liiket riskit. Yrityksillä, joilla on suurempi riski, on korkeampi oman pääoman tuottovaatimus. Tämän riskin ja tuottovaatimuksen välistä suhdetta kuvaa muun muassa CAPM-malli, jonka mukaan tuottovaatimus koostuu riskittömästä tuotosta ja riskillisestä. Riskilistä kasvaa sijoituskohteen riskin myötä, ja sijoittajat odottavat suurempaa tuottoa riskialttiimmilta kohteilta, kuten yrityksen osakkeilta verrattuna riskittömiin arvopapereihin, kuten valtion obligaatioihin. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.4.1.)

WACC kaavaan asetettava oman pääoman tuottovaatimus (R_E) saadaan määritettyä Seppäsen (2017, 225) esittelemällä CAPM-mallilla

$$R_E = r_f + (r_m - r_f) * Beta(\beta),$$

jossa R_E on oman pääoman tuottovaatimus (diskonttauskorko), r_f on riskitön korko, r_m on markkinaportfolion odotettu tuotto, $(r_m - r_f)$ on markkinariskipreemio ja beta-luku riskiä kuvaava kerroin suhteessa markkinoiden eli markkinaportfolion tuottojen vaihteluun. (Seppänen 2017, 225.)

Markkinariskipreemiolla tarkoitetaan tuotto–riski–suhteen mukaisesti sijoittajien vaatimusta korkeammasta tuottovaatimuksesta osakkeille, koska ne sisältävät suuremman riskin kuin riskittömät sijoitukset, kuten valtion joukkovelkakirjat. Tutkimukset tukevat tätä, sillä osakkeiden pitkän aikavälin tuotto osakemarkkinaindeksillä mitattuna on yleisesti korkeampi kuin valtion joukkovelkakirjojen tarjoama tuotto. (Seppänen 2017, 234.) Yksinkertaistettuna Seppäsen (2017, 225) esittämä CAPM-mallin kaava näyttää seuraavalta

$$R_E = \text{Riskitön korko (\%)} + \text{Markkinoiden riskipremio (\%)} * \text{Beta} - \text{kerroin.}$$

Riskitön korko (R_F) on lähtökohta ja tärkeä osatekijä riskiä sisältävien sijoituskohteiden määrittelyssä. Riskittömänä korkona käytetään yleisesti valtion obligaatiolainan tuottoa. Maturiteetiltaan eripituisista obligaatiolainoista käytetään usein 10-vuoden pituista lainaa. (Seppänen 2017, 234), (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.2.) Tulevaisuudessa saatu kassavirta tulisi laskea nykyhetkeen käyttäen samana ajankohtana erääntyvän riskittömän lainan korkoa. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.2.) Tämän vuoksi tässä opinnäytetyössä myös kassavirtalaskelma arvioidaan seuraavan 10 vuoden ajalle.

Osakkeen arvonmäärittämisessä tulevien vuosien kassavirrat diskontataan samaa 10-vuoden riskitöntä korkoa käyttäen, joka yksinkertaistaa arvonmäärittäksen teknistä laskentaa huomattavasti. Osakkeen arvo määräytyy pääasiassa 20–30 vuoden kassavirroista, joiden nykyarvo lähestyy nolaa jakson lopussa. Tämän vuoksi 10 vuoden riskittömän valtiolainan maturiteetti on sopiva arvio kassavirtojen diskonttausajaksi. Yhtä diskonttauskorkoa käyttäen saadut arvonmäärittäytulokset ovatkin hyvin samankaltaisia kuin tulokset, joissa käytetään erillistä riskitöntä tuottoa jokaiselle vuodelle. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.2.).

CAPM-malliin sijoitettava prosenteissa ilmaistu beta-luku vertaa osakkeen arvon kehitystä pörssiindeksiin (Saario 2016, 89). Tässä opinnäytetyössä Tokmannin beta-luku perustuu useiden luotettavien verkkosivustojen ilmoittamaan keskiarvoon. Koska tässä työssä lähteiden ilmoittamat beta-luvut ovat valmiiksi leveroituina, aiemmin mainittua betan leverointia ei tarvitse tehdä.

WACC-kaavaan on vielä määritettävä vieraan pääoman tuottovaatimus (R_D). Vieraan pääoman tuottovaatimus on se tuotto, jonka yrityksen velkojat tai lainanantajat odottavat saavansa yritykselle myönnettyistä lainoista tai muista velvoitteista. Jos yrityksellä on liikkeeseen laskettu joukkovelkakirjalainoja, määritellään vieraan pääoman tuottovaatimus näiden lainojen todelliseksi tuotoksi (yield). Käytännössä vieraan pääoman tuottovaatimus voidaan määrittää useilla eri tavoilla. Yksi tapa on käyttää olemassa olevan vieraan pääoman, kuten pankkilainojen ja pitkäaikaisten joukkovelkakirjalainojen, keskikorkoa. Toisena vaihtoehtona voidaan käyttää uusien lainojen keskikorkoa, mikäli yritys uudelleenrahoittaisi lainasalkkunsa osittain tai kokonaan. Tämän lisäksi vieraan

pääoman tuottovaatimus voidaan mallintaa CAPM-mallin mukaisesti. Hyödyksi voidaan ottaa myös CDS-markkinoiden (Credit Default Spread) ja luottoluokituslaitosten tarjoamaa tietoa tai vaihtoehtoisesti käyttää hyväksi CDS-markkinoita yhdessä itse rakennettua ”synteettistä” ratingia. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 5.3.). Tässä opinnäytetyössä vieraan pääoman tuottovaatimus lasketaan ensimmäiseksi esitetyllä vaihtoehdolla, eli määrittämällä olemassa olevan vieraan pääoman keski-korko. Tämä lasketaan jakamalla korkokulut korollisen velan määrällä käyttäen vuoden 2023 tilin-päätöksen ja Q3 2024 raportin keskiarvoja.

3.6 Herkkyysanalyysi

Huolellinen herkkyysanalyysi on tärkeä osa hyvää osakkeen arvonmäärittystä (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.4). Arvonmäärittäminen edellyttää oletusten tekemistä, mallien parametrien arviointia ja syöttötietojen ennustamista. Tämä luo väistämättä epävarmuutta, mikä voi aiheuttaa virheitä ja harhaa arvonmäärittämisen lopputulokseen. Näitä virheitä voivat olla esimerkiksi ennusteiden epätarkkuudet, mittausvirheet ja subjektiiviset valinnat. Koska parametreja ei voida määrittää täysin varmasti, arvonmäärittämisen tueksi käytetään usein herkkyysanalyyssejä, skenaariotestejä ja johdonmukaisuustarkasteluja vähentämään riskiä ja parantamaan arvioiden luotettavuutta. Tässä opinnäytetyössä käytettävä herkkyysanalyysi osoittaa, kuinka diskontattujen kassavirtojen mallin tulos reagoi lähtöoletusten muutoksiin. (Seppänen 2017, 297.) Herkkyysanalyysi on sopivin vaihtoehto muuttuvien syöttötietojen analysointiin, koska se havainnollistaa yrityksen tilan muutoksia parhaiten. Olosuhteiden muutokset vaikuttavat useaan syöttötietoon samanaikaisesti, mikä tekee herkkyysanalyysistä erityisen hyödyllisen työkalun. (Seppänen 2017, 301.)

Herkkyysanalyysissä tarkastellaan, miten yksittäisen syöttötiedon muutos vaikuttaa arvonmäärittämis-mallin tulokseen. Esimerkiksi diskontattujen kassavirtojen mallissa diskonttokorkoa (WACC) muutetaan yhden prosenttiyksikön verran (+/-1) ja arvioidaan vaikutus arvon indikaatioon. Vaikutusta voidaan mitata sekä euromääräisesti että prosentteina verrattuna perusskenaarioon. (Seppänen 2017, 301.)

4 Tokmannin arvonmääritys

Seuraavissa kappaleissa käsitellään tämän tutkimuksen yhteydessä laaditut ennusteet tilinpäätöksen osalta, kassavirtalaskelman tulokset, diskonttokoron määrittäminen, osakkeen arvonmääritys sekä herkkyyshanalyysi. Kussakin kappaleessa käydään läpi, mitä kyseisessä vaiheessa on tehty, millä perusteilla laskelmat ja oletukset on muodostettu sekä miten valittuja menetelmiä ja parametrejä on käytetty. Lisäksi tarkastellaan kunkin vaiheen tuloksia ja niiden merkitystä osakkeen arvonmäärityksen kannalta, jotta tutkimuksesta saa selkeän kokonaiskuvan analyysin etenemisestä ja lopputuloksen muodostumisesta.

Arvonmäärityksen osalta tässä tutkimuksessa käytetään lukuja ja tietoja, jotka ovat olleet tiedossa 1.1.2025. Näitä ovat riskitön korko, Tokmannin markkina-arvo ja vuoden 2024 tuloslaskelma ja tase, joissa loppuvuosien osalta käytetään Tokmannin julkaisemia ennusteita.

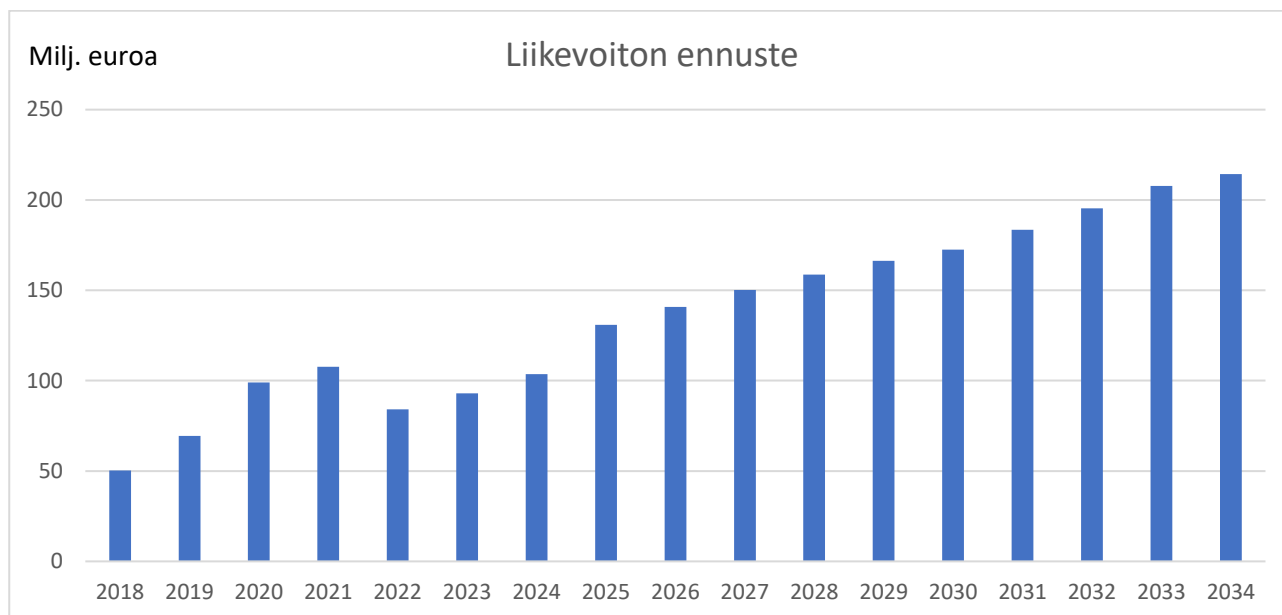
4.1 Ennusteet tilinpäätöksessä

Arvonmääritysprosessi lähtee liikkeelle ennusteiden laatimisesta tuloslaskelman ja taseen osalta. Ennusteet tehdään 10 vuoden ajalle, jossa viimeinen vuosi on 2034. Vuoteen 2030 asti ennustetaan tarkasti tuloslaskelma ja tase, ja viimeisten vuosien osalta ennustetaan vain liikevaihto ja liikevoitto. Muiden lukujen osalta, kuten käyttöpääoman ja käyttöomaisuuden muutoksesta käytetään historian tietojen mukaan toteutunutta kerrointa, eli lasketaan, mikä on ollut niiden osuus liikevaihdosta jo toteutuneina vuosina. Tämä kerroin määritellään jakamalla toteutuneet luvut vastaavan vuoden liikevaihdolla ja käytetään ennusteessa tulevana vuosina. Ennusteet perustuvat Tokmannin esittämiin arvioihin tulevaisuuden tavoitteista, johon kuuluu 2025 liikevaihdon tavoite lähelle 1 800 miljoonaa euroa, ja liikevoiton tavoite lähelle 150 miljoonaa euroa (Tokmanni Group Oyj 2024b). Tämän jälkeen kasvu on asetettu jatkumaan tulevaisuuteen samassa mittakaavassa, keskimäärin noin 6,3 prosentin vuosittaisella liikevaihdon kasvulla, hidastuen kauempaan tulevaisuuteen. Seuraavissa taulukoissa kuvataan ennusteita tärkeimpien muuttujien kohdalta, joihin tämä tutkimus perustuu. Tarkemmin tuloslaskelman, taseen ja kassavirtalaskelman ennusteiden perusteita pääsee katsomaan tämän opinnäytetyön liitteistä.



Kuva 3. Liikevaihto ja sen ennuste vuoteen 2034 (mukaillen Tokmanni Group Oyj 2024b; 2021)

Liikevaihdon ennustaminen on aloitettu vuodesta 2024, joka Tokmannin antaman arvion (1 650–1 700 miljoonaa euroa) perusteella on tässä tutkimuksessa asetettu 1 650 miljoonaan euroon (Tokmanni Group Oyj 2024a). Tulevien vuosien kehitys on ennustettu aiempien toteutuneiden kehitysten mukaisesti, hyödyntäen keskimääräistä vuosittaista kasvuvauhtia, joka on asetettu noin 6,3 prosenttiin. Terminaalikasvuksi viimeiselle vuodelle on asetettu 1,8 prosenttia, koska pitkällä aikavälillä kasvu on kuitenkin oletettu hidastuvan lähelle inflaatio-odotuksia. Loputon kasvu mahdollistaisi epärealistisen skenaarion, jossa yritys kasvaisi koko kansantalouden suuruiseksi. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 6.3.4.)



Kuva 4. Liikevoiton ennuste vuoteen 2034 (mukaillen Tokmanni Group Oyj 2024b; 2021)

Liikevoitto on ennustettu 104 miljoonaan euroon vuodelta 2024, joka perustuu Tokmannin omaan arvioon, jonka mukaan liikevoiton arvioidaan olevan 98–110 miljoonaa euroa (Tokmanni Group Oyj 2024a). Tuleville vuosille liikevoiton kehitys on ennustettu vuoden Tokmannin antaman tavoitteen mukaan vuodelle 2025, jonka jälkeen kasvu samassa linjassa liikevaihdon kanssa, keskimäärin 6,3 prosentin vuosittaisella kasvuvauhdilla. Pitkän aikavälillä kasvu hidastuu samalla tavalla linjassa liikevaihdon kanssa. Taseesta määritellyt vastaavat ennusteet ovat nähtävillä tämän opinnäytetyön liitteissä (Liite 2.).

4.2 Diskonttokorko

Diskonttokoron määrittäminen alkaa laskemalla oman pääoman tuottovaatimus (R_E). Tämä tehdään käyttämällä aiemmin kappaleessa 3.5 esitettyä kaavaa, joka perustuu Tokmannin beta-lukuun, riskittömään korkoon ja markkinan riskipreemioon. R_E :n laskennan jälkeen se yhdistetään painotetun keskimääräisen pääomakustannuksen (WACC) määrittämiseen, jota käytetään tässä opinnäytetyössä diskonttokorkona.

Oman pääoman tuottovaatimuksen (R_E) selvittämiseksi käytettävässä kaavassa ensimmäinen keskeinen tekijä on beta-luku, joka mittaa Tokmannin osakkeen riskiä suhteessa markkinan yleiseen riskitasoon (Saario 2016, 89). Tässä opinnäytetyössä beta-luku on selvitetty useista luotettavista lähteistä, jotka tulevat ilmi seuraavasta taulukosta.

Taulukko 3. Verkkosivujen ilmoittamat leveroidut beta-luvut (mukaillen Market Watch s.a.; Investing s.a.a.; Yahoo Finance s.a.; Valueinvesting s.a.; Infront Analytics s.a.)

Market Watch	0,81
Investing	1,13
Yahoo Finance	1,13
Valueinvesting	1,05
Infrontanalytics	0,61

Taulukossa esitetyistä beta-luvuista lasketaan seuraavaksi keskiarvo,

$$\frac{0,81 + 1,13 + 1,13 + 1,05 + 0,61}{5} = 0,95,$$

jota käytetään tässä työssä R_E selvittämiseksi. Tokmannin beta-luku on siis 0,95, joka tarkoittaa, että Tokmannin osake on hieman vähemmän riskialtis kuin markkina keskimäärin (Seppänen 2017, 225).

Seuraavaksi R_E kaavaan pitää sijoittaa riskitön korko R_F . Tässä tutkimuksessa käytetään riskittömänä korkona pätevänä vaihtoehtona todettua Saksan valtion 10 vuoden joukkovelkakirjojen korkoa, joka oli 2,3645 % tarkistushetkellä 1.1.2025 (Investing s.a.b.).

Viimeinen R_E :n kaavasta puuttuva muuttuja on markkinan riskipremio, jossa käytetään betan-luvun tapaisesti usean eri lähteen antamaa lukua, jotka esitetään seuraavassa taulukossa.

Taulukko 4. Markkinan riskipremiot (mukaillen PWC 2024, 3; Osuuspankki 2024, 7; Kinnunen 8.4.2021).

PWC	8,3 %
Osuuspankki	5,5 %
Inderes	4,8 %

Taulukon luvuista lasketaan markkinan riskipremion keskiarvoksi

$$\frac{8,3\% + 5,5\% + 4,8\%}{3} = 6,2\%,$$

jota käytetään R_E kaavassa markkinan riskipreemiona. Sijoitetaan nämä edellä mainitut luvut oman pääoman tuottovaatimuksen (R_E) kaavaan, saadaan vastaukseksi

$$R_E = 2,36\% + 6,2\% * 0,95 = 8,21\%.$$

Oman pääoman tuottovaatimukseksi R_E saadaan 8,21 prosenttia. Kun tämä on selvillä, saadaan se sijoitettua suoraan WACC laskukaavaan.

Seuraavaksi WACC laskukaavaan on selvitettävä vieraan pääoman tuottovaatimus R_D , joka on selvitettävä WACC laskukaavaan. Vieraan pääoman tuottovaatimus R_D puolestaan määräytyy yrityksen velkojen korkokulujen kautta. Tässä työssä on laskettu lainojen korkokulut vuodelta 2023 sekä kolmannen neljänneksen 2024 (Q3 2024) hetkellä. Kolmannen neljänneksen 2024 osalta korkokulut kerrotaan neljällä, jotta se on vertailukelpoinen koko vuoden 2023 korkokulujen kanssa. Koska nykyistä vuoden 2024 lainan määrää ei ole tiedossa, käytetään olettamana viimeisintä tietoa, joka on vuoden 2023 lainan määrä. Jaetaan siis korkokulut lainan määrällä, ja lasketaan keskiarvot näistä kahdesta eri lähteestä. Vastaukseksi saadaan

$$R_D = \frac{\left(\frac{27281}{1144932} + \frac{(10600 * 4)}{1144932}\right)}{2} = 3,04\%,$$

joka voidaan sijoittaa WACC kaavaan. WACC kaavaan sijoitetaan edellä mainittujen muuttujien lisäksi oman pääoman markkina-arvo nyt (E), eli osakkeiden lukumäärä 58 868 752 kerrottuna tarkastushetken Tokmannin osakkeen hinnalla 12,11 euroa (1.1.2025), eli E on 713 miljoonaa euroa. Vieraan pääoman arvo D on viimeisimmän tilinpäätöksen tiedoilla 1 145 miljoonaa euroa (Tokmanni Group Oyj 2024b). V on koko pääoman arvo (E+D) 1 858 miljoonaa euroa. Tässä kappalessa ilmi tulleet luvut asetetaan WACC kaavaan

$$WACC = \left(\frac{713}{1858}\right) * 8,21\% + \left(\frac{1145}{1858}\right) * 3,04\% * (1 - 20\%),$$

joka yksinkertaistettuna näyttää seuraavalta:

$$WACC = 38\% * 8,21\% + 62\% * 3,04\% * 80\% = 4,65\%.$$

Arvonmäärityksessä käytettävä diskonttokorko muodostuu siis koko pääoman painotetusta keskimääräisestä kustannuksesta (WACC), joka on 4,65 prosenttia.

4.3 Kassavirtalaskelma

Liikevaihdon ja taseen ennusteista saadaan määriteltyä kassavirtalaskelma. Kuten aiemmassa vaiheessa on mainittu, vuoteen 2030 asti kassavirtalaskelma on arvioitu tarkasti. Viimeisten vuosien

osalta käytetään historian tietojen mukaan toteutunutta kerrointa nettokäyttöpääoman osalta, eli lasketaan, mikä osuus liikevaihdosta ne ovat olleet aikaisempina vuosina. Se saadaan jakamalla toteutuneet nettokäyttöpääomat (vaihto-omaisuus, myyntisaamiset ja muut saamiset, ostovelat ja muut lyhytaikaiset korottomat velat) vastaavan vuoden liikevaihdolla seuraavalla tavalla:

$$\frac{\left(\frac{114}{944} + \frac{106}{1073} + \frac{122}{1142} + \frac{159}{1168} + \frac{114}{1393}\right)}{5} = 10,9\%.$$

Käyttöomaisuuden muutos määritetään jatkumaan suhteutettuna kyseisellä prosentilla viimeisten vuosien liikevaihdon kanssa.

Seuraavassa taulukossa esitetään kappaleessa 2.3. esitetyn kassavirtalaskelman kaava täytettynä:

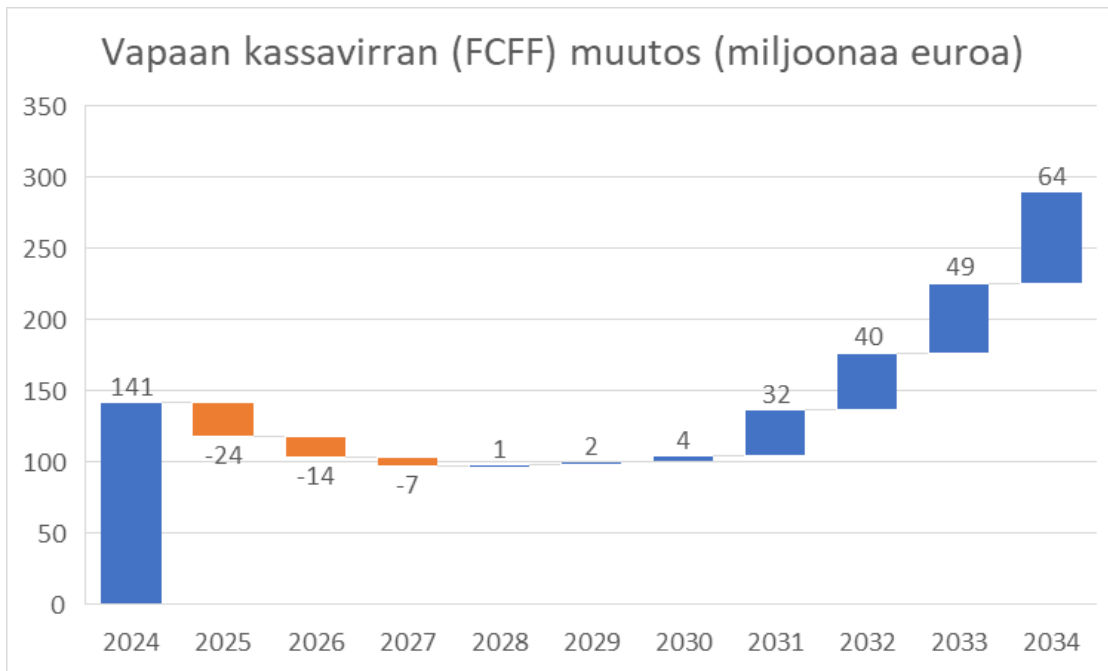
Taulukko 5. Kassavirtalaskelma

Milj.€	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBITA (Liikevoitto)	104	131	141	150	159	166	173	184	195	208	214
-EBITA:n perusteella verot	-21	-26	-28	-30	-32	-33	-35	-37	-39	-42	-43
NOPAT	83	105	113	120	127	133	138	147	156	166	171
+ poistot	96	100	108	116	122	128	133	141	149	157	167
Bruttokassavirta (NOPAT+poistot)	179	205	221	236	249	261	271	288	305	324	338
-/+ Käyttöpääoman muutos	-9	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-10	-10	-10	-5
-/+ Käyttöomaisuuden muutos	-29	-198	-205	-212	-218	-229	-237	-246	-255	-264	-269
VAPAA KASSAVIRTA (FCFF)	141	-24	-14	-7	1	2	4	32	40	49	64

Koska kassavirtalaskelmaa varten ennustettu tase (Liite 2) on laadittu vuoteen 2030 asti, viimeisten neljän vuoden osalta käyttöpääoman muutos lasketaan edellä mainitulla liikevaihdon muutoksen perusteella, kerrottuna edellisessä vaiheessa määritetyllä nettokäyttöpääoman kertoimella, joka on 10,9 prosenttia. Käyttöomaisuuden muutos puolestaan määritetään viimeisten neljän vuoden osalta kasvamaan edellisestä vuodesta saman verran kuin liikevaihdon kasvu (g) prosentuaalisesti. Liikevaihdon kasvuprosentit on esitetty tämän opinnäytetyön liitteissä (Liite 1).

Ennuste vapaasta kassavirrasta on aluksi positiivinen vuonna 2024, mutta se kääntyy negatiiviseksi vuosina 2025 ja 2026, jolloin se laskee -24 miljoonaan euroon 2025 ja -14 miljoonaan euroon 2026. Vapaa kassavirta kasvaa merkittävästi vuosien 2024 ja 2025 välillä pitkäaikaisten varojen vähentymisen vaikutuksesta ennusteihin vuonna 2025. Vuodesta 2027 eteenpäin vapaasta kassavirrasta tulee vähitellen positiivinen, ja se kasvaa terminaalivuoteen 2034 asti 64 miljoonaan euroon. Tämä kasvu on seurausta siitä, että käyttöomaisuuden ja käyttöpääoman muutosten negatiivinen vaikutus vähenee ja yrityksen kassavirta paranee. Seuraavassa kuvassa esitetään

visuaalisesti vapaan kassavirran muutos, joka on tehty omana laskelmana Seppäsen (2017, 206) esittämän ohjeistuksen mukaisesti.



Kuva 5. Vapaan kassavirran muutos/kehitys

Tarkemmin kassavirtalaskelman perusteita pääsee tarkastelemaan tämän opinnäytetyön liitteistä (Liite 1 & 2).

Kun vapaa kassavirta (FCFF) ja edellisessä kappaleessa (4.2) selvitetty diskonttokorko (4,65 prosenttia) on selvillä, saadaan ne sijoitettua kappaleessa 3.3. esitettyyn DCF kaavaan. Vastaukseksi saadaan EV kokonaisarvo, joka koostuu vuosien 1–10 nykyarvosta, ja vuoden 11 terminaali/jäännösarvosta. Vapaat kassavirrat sijoitettuna kaavaan vuosille 1–5 näyttää seuraavalta:

$$VALUE(EV) = \frac{141}{(1 + 4,65\%)^1} + \frac{-24}{(1 + 4,65\%)^2} + \frac{-14}{(1 + 4,65\%)^3} + \frac{-7}{(1 + 4,65\%)^4} + \frac{1}{(1 + 4,65\%)^5} = 96,$$

joka tarkoittaa, että EV vuosien 1–5 nykyarvo on 96 miljoonaa euroa. Sijoitetaan samalla tavalla vapaa kassavirta vuosille 6–10 samaan kaavaan:

$$VALUE(EV) = \frac{2}{(1 + 4,65\%)^6} + \frac{4}{(1 + 4,65\%)^7} + \frac{32}{(1 + 4,65\%)^8} + \frac{40}{(1 + 4,65\%)^9} + \frac{49}{(1 + 4,65\%)^{10}} = 85,$$

joka tarkoittaa, että EV vuosien 6–10 nykyarvo on 85 miljoonaa euroa. Viimeiseksi on vielä laskettava terminaaliarvo/jäännösarvo, jossa vuoden 11 vapaa kassavirta jaetaan pääoman keskimääräiskustannuksen (WACC = 4,65) ja kasvuoletuksen ($g = 1,8$ prosenttia) erotuksella.

$$VALUE(EV) = \frac{64}{(4,65\% - 1,8\%)} = 2271,$$

joka vielä diskontataan ja saadaan vastauksena

$$VALUE(EV) = \frac{2271}{(1 + 4,65\%)^{10}} = 1441,$$

joka tarkoittaa vuosien 1–10 kaltaisesti, että jäännösarvo/terminaaliarvo (EV) on viimeiselle vuodelle noin 1 441 miljoonaa euroa. Kun vuosien 1–10 nykyarvot ja jäännösarvo/terminaaliarvo lasketaan yhteen, saadaan vastaukseksi noin 1 622 miljoonaa euroa. Tästä luvusta vähennetään korolliset nettovelat (noin 732 miljoonaa euroa), jolloin markkina-arvoksi saadaan noin 892 miljoonaa euroa. Kun tämän luvun jakaa Tokmannin osakkeiden lukumäärällä, saadaan vastauksena yksittäisen osakkeen arvioitu hinta, joka on

$$\frac{891518225}{58868752} = 15,14\text{€}.$$

4.4 Herkkyysanalyysi

Herkkyysanalyysin tulokset vahvistavat teoriaosuudessa esitetyn näkemyksen siitä, että osakkeen arvonmäärittämisessä tehtävät oletukset ja ennusteet tuovat väistämättä epävarmuutta, joka voi vaikuttaa lopputulokseen. Diskontattujen kassavirtojen mallin tulokset osoittavat, kuinka pienetkin muutokset syöttötiedoissa, kuten diskonttokorossa (WACC) ja terminaalikasvussa (g), voivat merkittävästi muuttaa osakkeen arvoa. Tämä heijastaa teoriaosuudessa käsitellyä ajatusta siitä, että arvonmäärittäminen perustuu ennusteisiin ja arvioihin, jotka voivat sisältää virheitä, kuten mittausvirheitä, epätarkkuuksia ja subjektiivisia valintoja. Koska parametreja ei voida määrittää täysin varmasti, on tärkeää käyttää herkkyysanalyysiä arvioiden luotettavuuden parantamiseksi ja riskien hallitsemiseksi.

Taulukko 6. Herkkyysanalyysi

g / WACC	3,65 %	4,65 %	5,65 %	6,65 %
0,8 %	17,2 €	8,5 €	3,5 €	0,4 €
1,3 %	22,8 €	11,2 €	5,0 €	1,3 €
1,8 %	32,5 €	15,1 €	7,1 €	2,5 €
2,3 %	46,6 €	19,9 €	9,3 €	3,7 €
2,8 %	79,4 €	27,8 €	12,6 €	5,4 €

Herkkyysanalyysin tulokset osoittavat, että osakkeen arvo reagoi herkästi WACC:n muutoksiin. Esimerkiksi taulukossa WACC:n nousu yhdellä prosenttiyksiköllä (esimerkiksi 4,65 prosenttia → 5,65 prosenttia) muuttaa osakkeen arvon 15,1 eurosta 7,1 euroon. Tämä korostaa diskonttokoron tarkan määrittelyn merkitystä, koska pienikin virhe WACC:ssa voi johtaa merkittäviin poikkeamiin osakkeen arvossa, kuten teoriassa todettiin. Tämä tukee sitä, että arvonmäärittämisessä on olennaista arvioida syöttötiedot huolellisesti ja tarkistaa niiden mahdollinen herkkyys virheille.

Toisaalta, vaikka terminaalikasvun (g) vaikutus oli maltillisempi, sekin osoittaa teorian mukaisesti, kuinka oleellista on arvioida kaikkia arvonmäärittämisessä käytettäviä parametreja. Terminaalikasvun muutos 2,8 prosenttiin nostaa osakkeen arvon 27,8 euroon, mikä heijastaa parempia tulevaisuuden näkymiä. Tämä tukee teoriaosuudessa esitettyä ajatusta, että ennusteet tulevaisuuden kehityksestä, kuten kasvuprosentit, voivat vaikuttaa osakkeen arvon määrittämiseen, mutta niiden vaikutus on usein lievempi verrattuna diskonttokoron muutoksiin.

5 Pohdinta

Seuraavissa kappaleissa käsitellään yhteenvetona tutkimuksen tuloksia ja johtopäätöksiä Tokmanni Group Oyj:n osakkeen arvonmäärityksestä. Lisäksi omia tuloksia verrataan Inderesin analyysiin, jotta voidaan tarkastella mahdollisia eroja ja yhtäläisyyksiä näkemyksissä. Kappaleissa pohditaan myös arvonmäärityksen luotettavuutta ja sen merkitystä, sekä reflektoidaan opinnäytetyöprosessin etenemistä ja omaa oppimista. Lopuksi tuodaan esiin jatkotutkimusaiheita, jotka voisivat tarjota lisänäkökulmia Tokmannin taloudelliseen tilanteeseen ja mahdollistaa vertailua muihin alan toimijoihin.

5.1 Tulosten johtopäätökset

Tutkimuksen tavoite oli laskea Tokmanni Group Oyj:n osakkeen arvo ja perustella, onko osake ylitai aliarvostettu nykyisellä markkinahinnalla. Lopputulemaan pääsemiseksi, täytyi määrittellä ennusteet 10 vuotta eteenpäin, tehdä kassavirtalaskelma, ja määrittää diskonttokorko ja syöttää arvot diskontattujen kassavirtojen malliin.

Diskonttokoroksi (WACC) saatiin 4,65 prosenttia. Sen määrittämiseksi piti selvittää verokanta (20 prosenttia), oman pääoman tuottovaatimus (R_E) CAPM-mallin avulla (8,21 prosenttia), vieraan pääoman tuottovaatimus (R_D) (3,04 prosenttia), markkina-arvo suhteessa koko pääoman arvoon (38 prosenttia), ja vieraan pääoman arvo suhteessa koko pääoman arvoon (62 prosenttia).

Lopulta diskontattujen kassavirtojen laskelmalla Tokmannin markkina-arvoksi saatiin 892 miljoonaa euroa. Kun markkina-arvo jaettiin osakkeiden lukumäärällä, yksittäisen osakkeen arvoksi määräytyi 15,14 euroa, joka on yli tarkasteluhetken markkinahinnan (12,11 euroa, 1.1.2025). Jos osakkeen markkinahinta on alle arvonmäärityksen tuloksen, osakkeelle voi antaa ostosuosituksen, sillä arvon odotetaan nousevan (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.5). Kuten tässä tutkimuksessa on aiemmin todettu, tulevaisuuden kassavirrat vaikuttavat suoraan osakkeen arvoon. Jos yrityksen tulevaisuuden näkymät paranevat ja kassavirrat kasvavat, tämä heijastuu myös nousevassa markkina-arvossa (Pörssisäätiö s.a). Menetelmästä riippumatta peruseriaate on sama: mitä parempaa tulevaa taloudellista menestystä yritykselle ennustetaan, sitä korkeampi osakkeen arvo. (Kallunki & Niemelä 2012, luku 1.2.)

Osakesijoittajien analyysipalvelu Inderes on ennustanut vastaavan tulevaisuuden tämän opinnäytetyön tulosten kanssa. Inderes ennustaa Tokmannin liikevaihdon kasvavan 2 009 miljoonaan euroon vuoteen 2027 mennessä, kun taas tämän opinnäytetyön ennuste on hieman korkeampi, 2 070 miljoonaa euroa (Inderes s.a.). Kun Tokmanni julkaisi loppuvuoden 2024 tulokset, Inderes

antoi Tokmannin osakkeelle lisää suosituksen, ja Inderesin antama tavoitehinta Tokmannin osakkeesta on tällä hetkellä 14,5 euroa (Heikura 10.3.2025).

Tämän opinnäytetyön ennusteet ovat pääosin samansuuntaisia Inderesin ennusteiden kanssa, mutta joitakin eroja esiintyy. Erot voivat johtua esimerkiksi erilaisista lähestymistavoista ennusteiden laadinnassa, kuten käytetyistä kasvuolettamuksista tai markkinatilanteen tulkinnasta. Ennusteet perustuvat ennakoituihin talouskehityksiin ja yrityksen strategiaan valintoihin, joten pientä hajontaa on luonnollista eri ennustemallien ja ennustajien välillä. Inderesin ennusteet Tokmannin tulevaisuudesta ja osakkeen arvosta ovat linjassa tämän tutkimuksen ennusteiden kanssa, mikä antaa lisäarvoa vertailulle ja vahvistaa ennusteiden keskinäistä yhteneväisyyttä.

5.2 Luotettavuus

Luotettavuus on keskeinen tekijä arvonmäärityksessä, sillä arvonmäärittäjän tulee tehdä päätöksensä huolellisesti ja harkiten ilman, että se vaarantaa arvonmäärityksen objektiivisuutta (Seppänen 2017, 32). Objektiivisuus on keskeinen tekijä, kun pyritään takaamaan arvonmäärityksen luotettavuus. Arvonmäärittäjän on tärkeää lähestyä työtään puolueettomasti, valiten syöttötiedot ja ennusteet ilman henkilökohtaisia tai ulkopuolisia vaikutteita. Tällä tavoin arvonmäärityksen läpinäkyvyys paranee ja subjektiivisten tekijöiden vaikutus lopputulokseen jää mahdollisimman vähäiseksi. Arvonmäärittäjän tulee myös pitää selkeä ero omaan asemaansa ja mahdolliseen toimeksiantajaan, jotta arvonmäärityksen tulos perustuu itsenäiseen harkintaan eikä ulkopuolisiin intresseihin. (Seppänen 2017, 33.)

Tässä tutkimuksessa on pyritty noudattamaan näitä periaatteita kaikissa osa-alueissa. Erityisesti herkkyysanalyysi on osoittanut, kuinka herkkä tutkimuksen lopputulos voi olla valituille muuttujille, mikä korostaa sitä, kuinka tärkeää on, että analyysi perustuu realistisiin ja hyvin perusteltuihin skenaarioihin. Tässä opinnäytetyössä vastuullisuus on ollut keskeinen lähtökohta, ja analyysi on pyritty tekemään eettisesti ja läpinäkyvästi. Käytetyt tiedot perustuvat virallisiin lukuihin ja luotettaviin lähteisiin, ja arvonmäärityksen laskelmat on toteutettu avoimesti sekä johdonmukaisesti, jotta lukija voi arvioida niiden paikkansapitävyyttä. Tutkimus on tehty puolueettomasti ja rehellisesti, ja pyritty esittämään eri vaihtoehdot mahdollisimman objektiivisesti.

Lukijan on kuitenkin tärkeä pohtia, miten tämä arvonmääritys suhteutuu hänen omiin näkemyksiinsä Tokmannista ja sen tulevaisuudesta. Arvonmääritys on aina jossain määrin subjektiivinen prosessi, sillä se pohjautuu tiettyihin oletuksiin ja ennusteisiin. Luotettavuus ei tarkoita, että arvonmäärityksen tulokset olisivat ehdottomasti oikeita, vaan että ne on tehty huolellisesti, avoimesti ja rehellisesti, ja että ne heijastavat realistisia arvioita kohteen tulevaisuudesta ennustetun skenaarion mukaisesti.

Työssä käytetyt tilinpäätösluvut on haettu Tokmannin virallisista tilinpäätöksistä ja tiedotteista, mikä varmistaa niiden paikkansapitävyyden ja ajantasaisuuden. Arvonmäärityksessä käytetyt laskenta-kaavat on puolestaan otettu arvonmääritystä tukevasta kirjallisuudesta ja varmistettu keskenään, että ne tukevat toisiaan ja perustuvat vakiintuneisiin menetelmiin. Koska yrityksen tulevaisuuden kehitys perustuu aina tiettyihin oletuksiin, on tärkeää tunnistaa ennusteiden epävarmuudet. Esimerkiksi SPAR-investoinnin konkreettisista vaikutuksista ei ole saatavilla tarkkaa tietoa, joten tässä työssä on oletettu, että Tokmannin kehitys jatkuu aiempien trendien mukaisesti. Tämä on yleisesti käytetty tapa ennusteiden laatimisessa, mutta se tarkoittaa myös sitä, että ennustetut kassavirrat voivat poiketa toteutuneista luvuista, mikä on hyvä ottaa huomioon tuloksia tulkittaessa.

5.3 Oman projektin ja oppimisen arviointi

Opinnäytetyöprosessi on ollut kokonaisuudessaan haastava, kuten osasin ennakkoon odottaa. Eri-tyisesti arvonmäärityksen tekeminen diskontattujen kassavirtojen mallilla vaati syvällistä perehtymistä niin teoreettiseen taustaan kuin käytännön laskentaprosesseihin. Aihe oli minulle ennestään tuttu, mutta tämä projekti syvensi merkittävästi ymmärrystäni arvonmäärityksestä ja pakotti oppimaan aiheesta lisää. Koen tämän oppimiskokemuksen erittäin arvokkaaksi niin oman osaamisen kehittämisen kannalta kuin myös tulevia työtehtäviä silmällä pitäen. Prosessin myötä ymmärrykseni arvonmääritykseen liittyvästä teoriasta, menetelmistä ja niiden soveltamisesta on syventynyt merkittävästi, ja olen saanut varmuutta käsitellä monimutkaisia taloudellisia laskelmia.

Opinnäytetyön tekemisessä tuli vastaan useita haasteita. Ensimmäinen vaikeus oli arvonmäärityksessä oleellisten teoreettisten näkökulmien valinta ja niiden esittäminen lukijalle. Oli haasteellista arvioida, mitkä teoriat ja käsitteet tulisi nostaa esiin ja miten ne tulisi esittää lukijalle selkeästi ja ymmärrettävästi. Toinen merkittävä haaste liittyi arvonmäärityksen Excel-tiedostojen hallintaan, sillä arvonmääritys on monivaiheinen ja monimutkainen prosessi. Laskelmat ja analyysit perustuvat suuriin datamääriin, ja pienikin virhe aiemmassa vaiheessa saattoi vaikuttaa merkittävästi koko lopputulokseen. Tämä vaati tarkkuutta, ja jouduin useaan otteeseen tarkistamaan ja korjaamaan tiedostojen laskelmat varmistaakseni niiden oikeellisuuden.

Kolmantena haasteena opinnäytetyön tekemisessä oli aikarajan pitäminen, sillä tavoite oli saada työ valmiiksi ennen Tokmannin viimeisen neljänneksen (Q4) 2024-tulosjulkaisua. Tokmanni ehti kuitenkin julkaista tuloksensa ennen työn valmistumista, joten aikaraja ei pitänyt. Tästä huolimatta arvonmääritys ei vanhentunut, eikä sitä tarvinnut tehdä täysin uudelleen, sillä Tokmannin julkaisemat ennusteet olivat riittävän lähellä tämän opinnäytetyön ennusteita. Liikevaihdon ennuste vuodelle 2024 oli tässä opinnäytetyössä 1 650 miljoonaa euroa, kun Tokmannin julkaiseman tiedon mukaan se oli 1 675 miljoonaa euroa. Samoin liikevoiton osalta ennuste oli 104 miljoonaa euroa, kun Tokmannin toteutunut oli 99,6 miljoonaa euroa. (Tokmanni Group Oyj 2025.) Koska ennusteet

vastaavat hyvin julkaistuja tuloksia, voidaan tämän opinnäytetyön arvonmäärittäystä pitää ajankoh-
taisena.

Työn haastavuutta lisäsi se, että tein opinnäytetyötä samanaikaisesti työni ohella, mikä asetti erityi-
siä vaatimuksia ajanhallinnalle ja itsenäiselle työskentelylle. Aika opinnäytetyön tekemiseen vaihteli
viikoittain, sillä työmääräni oli eri viikkoina erikokoinen, ja näin ollen minulla oli joskus enemmän
aikaa työn ulkopuolella ja toisinaan hyvin vähän. Opin aikatauluttamaan tekemistäni tehokkaammin
ja pilkkomaan suuria kokonaisuuksia hallittavampiin osiin, mikä auttoi työn edistymisessä. Tärkeää
oli, että sain melkein jokaisena päivänä tehtyä opinnäytetyötä eteenpäin edes muutamilla pienillä
asioilla. Oivalsin, että päivittäin edes pienen osan tekeminen opinnäytetyöstä pitää projektin jatku-
vasti liikkeessä ilman pysähdyksiä, ja huomasin tämän työskentelytavan sopivan itselleni erityisen
hyvin. Tämä on ollut arvokas oppimiskokemus, sillä vastaavia aikatauluhaasteita ja projekteja voi
tulla eteen myös tulevaisuuden työelämän projekteissa.

Kokonaisuudessaan projekti on kehittänyt analyyttistä ajattelua, itsenäistä ongelmanratkaisuky-
kyäni sekä kykyäni soveltaa teoreettista tietoa käytännön tilanteisiin. Vaikka työskentely on ollut
ajoittain vaativaa, lopputulos on antanut paljon tyydytystä ja vahvistanut mielenkiintoani sijoittami-
seen ja arvonmäärittäykseen liittyviä aiheita kohtaan.

Tämä projekti auttoi minua hahmottamaan tutkimuksen tekemisen kokonaisuutta ja ymmärtämään,
mitä perusteellinen ja laadukas tutkimustyö käytännössä vaatii. Opin, kuinka tärkeää on syste-
maattinen tiedonhaku, huolellinen lähdeanalyysi sekä johdonmukainen rakenteen suunnittelu. Li-
säksi prosessi vahvisti kykyäni jäsentää monimutkaista tietoa ja esittää se selkeässä muodossa,
mikä on varmasti arvokas taito myös tulevaisuuden työtehtävissä. Arvonmäärittämisprosessi on tullut
tutuksi tämän opinnäytetyön ansiosta, ja voin hyödyntää sitä tulevaisuudessa vastaavissa projek-
teissa myös omien sijoituspäätösteni tukena. Tämä opinnäytetyö avasi huomattavasti ymmärrys-
täni osatekijöistä, jotka vaikuttavat osakkeen hintaan.

Opinnäytetyön arvonmäärittäystä oli erityisen kiinnostavaa tehdä, sillä olen itse aktiivinen yksityissi-
joittaja, ja Tokmanni on ollut jo pitkään yksi pörssiyrityksistä, joita olen seurannut tarkasti. Opinnäyte-
työhön sopivan kohdeyrityksen valinta oli helppoa, sillä Tokmannin ajankohtaisuus pörssikurssin
muutosten vuoksi teki päätöksestä itsestään selvän. Työ tarjosi mahdollisuuden perehtyä syvälli-
semmin yhtiön taloudelliseen tilanteeseen ja arvonmäärittäykseen, mikä teki prosessista entistä mie-
lekkäämmän ja antoi arvokasta lisätietoa myös omaan sijoittamiseeni.

Osakkeen arvonmäärittäminen oli monivaiheinen ja laaja aihe, joka vaati priorisointia, joten kaikkeen ei
ollut mahdollista syventyä. Jatkotutkimusideoina voisi olla hyödyllistä vertailla tarkemmin kohdeyri-
tyksen arvoa muiden samalla markkinalla toimivien kilpailijoiden kanssa, erityisesti vertaamalla sen

taloudellisia tunnuslukuja ja markkina-asemaa verrokkiyhtiöihin. Myös syvällisempi herkkyysanalyysi, kuten esimerkiksi raaka-ainekustannusten nousun vaikutus Tokmannin kokonaistilanteeseen, voisi tarjota arvokasta lisätietoa. Lisäksi tilinpäätösanalyysi voisi syventää ymmärrystä yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Toinen mahdollinen tutkimusalue olisi arvonmääritysmenetelmien vertailu. Tässä tutkimuksessa käytettiin vain diskontattujen kassavirtojen mallia, mutta käytettävissä on myös osinkoperusteinen malli ja muita vaihtoehtoisia menetelmiä, jotka voisivat tarjota erilaisia näkökulmia arvon määrittämiseen.

Lähteet

Asiakastieto s.a.a. Biltema Suomi Oy. Luettavissa: <https://www.asiakastieto.fi/yrietykset/fi/biltema-suomi-oy/15608449/taloustiedot>. Luettu: 19.12.2024.

Asiakastieto s.a.b. Maskun Kalustetalo Oy. Luettavissa: <https://www.asiakastieto.fi/yrietykset/fi/maskun-kalustetalo-oy/05838160/taloustiedot>. Luettu: 19.12.2024.

Broman Group 2024. Vuosikertomus 2023. Luettavissa: <https://www.bromangroup.fi/files/BromanGroupVuosikertomus2023.pdf>. Luettu: 19.12.2024.

Cision News 23.7.2024. Sisäpiiritieto, tulosvaroitus: Tokmanni-konserni laskee vuoden 2024 ohjeistusta ja antaa ennakkotietoja ensimmäisen vuosipuoliskon taloudellisesta kehityksestä. Luettavissa: <https://news.cision.com/fi/tokmanni-group-oyj/r/sisapiiritieto--tulosvaroitus--tokmanni-konserni-laskee-vuoden-2024-ohjeistusta-ja-antaa-ennakkotiet,c4017945>. Luettu: 19.12.2024.

Heikura, A., Järvenpää, A. 24.7.2024. Tokmanni: Negatiivinen tulosvaroitus. Inderes. Video. Katsottavissa: <https://www.inderes.fi/videos/tokmanni-negatiivinen-tulosvaroitus>. Katsottu: 26.11.2024.

Heikura, A., Järvenpää, A. 22.1.2025. Tokmanni-Spar: Mullistus päivittäistavaramarkkinoille. Inderes Video. Katsottavissa: <https://www.inderes.fi/videos/tokmanni-spar-mullistus-paivittaistavaramarkkinoille>. Katsottu: 24.1.2025.

Heikura, A. 10.3.2025. Tokmanni Q4'24: Pyöröoivet käyneet tiuhaan tahtiin. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/research/tokmanni-q424-pyoroovet-kayneet-tiuhaan-tahtiin>. Luettu: 10.3.2025.

Inderes 14.1.2025. Tokmanni Group Oyj: Sisäpiiritieto: Tokmanni Oy on solminut lisenssisopimuksen SPAR Internationalin kanssa. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/releases/tokmanni-group-oyj-sisapiiritieto-tokmanni-oy-on-solminut-lisenssisopimuksen-spar-internationalin-kanssa>. Luettu: 17.1.2025.

Inderes s.a. Tokmanni Group. Luvut ja ennusteet. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/companies/Tokmanni-Group/financials-and-estimates>. Luettu: 9.3.2025.

Infront Analytics s.a. Tokmanni Group Oyj. Luettavissa: <https://www.infrontanalytics.com/en/FI4000197934/Tokmanni-Group-Oyj/beta>. Luettu: 10.1.2025.

Investing s.a.a. Tokmanni Group Oyj. Luettavissa: <https://fi.investing.com/equities/tokmanni-group-oyj>. Luettu: 10.1.2025.

Investing s.a.b. Saksa 10 vuoden joukkovelkakirjojen tuotto. Luettavissa: <https://fi.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>. Luettu: 29.1.2025.

Jyväskylän yliopisto s.a. Määrällinen tutkimus: Luettavissa: <https://sites.app.jyu.fi/mehu/fi/menetelmapolku/tutkimusstrategiat/maarallinen-tutkimus>. Luettu: 14.1.2025.

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys: Onnistunut sijoituspäätös. Talentum. Helsinki. E-kirja. Luettu: 12.11.2024.

Kesko 2024. Keskon tilinpäätöstiedote 1.1.-31.12.2023: Kaikki toimialat tekivät hyvän tuloksen. Luettavissa: <https://www.kesko.fi/media/uutiset-ja-tiedotteet/porssitiedotteet/2024/keskon-tilinpaatos-tiedote-1.1.-31.12.2023-kaikki-toimialat-tekivat-hyvan-tuloksen/>. Luettu: 19.12.2024.

Kinnunen, J. 8.4.2021. Arvonmäärityksen ihmeellinen maailma, osa 1: DCF-malli. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/articles/arvonmaarityksen-ihmeellinen-maailma-osa-1-dcf-malli>. Luettu: 4.12.2024.

Larrabee, D., Voss, J. 2012. Valuation techniques. Wiley. E-kirja. Luettu: 6.12.2024.

Market Watch s.a. Tokmanni Group Oyj. Luettavissa: https://www.marketwatch.com/investing/stock/tokman?countrycode=fi&mod=search_symbol. Luettu 10.1.2025.

Nordnet s.a. Osake, Nasdaq Helsinki, Tokmanni Group. Luettavissa: <https://www.nordnet.fi/osakkeet/kurssit/tokmanni-group-tokman-xhel>. Luettu: 19.12.2024.

Osakesijoittaja s.a. P/B-luku eli Price/Book Value. Luettavissa: <https://osakesijoittaja.fi/p-b-luku/>. Luettu: 4.3.2025.

Osuuspankki 2024. Stora Enso Tulosennakko Q1/2024. Luettavissa: https://www.op.fi/documents/10208/414288/StoraEnso_Q12024_ennakko.pdf/d56a1ffd-3ed6-eb0b-ed61-6e3a97752f30. Luettu: 10.1.2025.

Puilo Oyj 2024. Tilinpäätöstiedote Q4. Luettavissa: <https://storage.googleapis.com/inderes-widgets-prod-assets/puilo/calendarEventAttachments/puilo-oyj-2023-tilinpaatostiedote.pdf>. Luettu: 19.12.2024.

PWC 2024. Osakemarkkinariskipremio Suomen markkinoilla vuonna 2024. Luettavissa: <https://www.pwc.fi/fi/tiedostot/PwC-Osakemarkkinan-riskipremio-Suomen-markkinoilla-2024.pdf>. Luettu: 10.1.2025.

- Pörssisäätiö s.a. Mikä heilauttaa osakekurseja. Luettavissa: <https://www.porssisaatio.fi/opi-sijoitamaan/sijoituskoulu/mika-heiluttaa-osakekurseja/>. Luettu: 19.3.2025.
- S-Ryhmä 2024. S-Ryhmän vuosi ja vastuullisuus 2023. Luettavissa: https://assets.ctfassets.net/8122zj5k3sy9/GXITghnOXCOwmEJeB3lef/c21e407c3376a3bce93ca32682ce762d/S-ryhman_Vuosi-ja-vastuullisuuskatsaus_2023_fi.pdf. Luettu: 19.12.2024.
- Saario, S. 2016. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 16. painos. Alma Talent. Helsinki.
- Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. Alma Talent. Helsinki. E-Kirja. Luettu 3.12.2024.
- Sijoittaja s.a. Osakkeet. Luettavissa: <https://www.sijoittaja.fi/sijoittaminen/sijoituskohteet/osakkeet/>. Luettu: 28.1.2025.
- Tokmanni Group Oyj 2022. Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2021. Luettavissa: <https://ir.tokmanni.fi/~media/Files/T/Tokmanni-V2/reports-and-presentations/tokmannin-hallituksen-toimintakertomus-ja-tilinpts-2021.pdf>. Luettu: 19.12.2024.
- Tokmanni Group Oyj 2024a. Tokmanni Group Oyj - Liiketoimintakatsaus 1–9/2024. Luettavissa: https://ir.tokmanni.fi/~media/Files/T/Tokmanni-V2/reports-and-presentations/Tokmanni-konsernin_Q3-2024_liiketoimintakatsaus.pdf. Luettu: 19.11.2024.
- Tokmanni Group Oyj 2024b. Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2023. Luettavissa: <https://ir.tokmanni.fi/~media/Files/T/Tokmanni-V2/AGM2024/Tokmanni%20Group%20Oyj%20Hallituksen%20toimintakertomus%20ja%20tilinpts%202023.pdf>. Luettu: 4.12.2024.
- Tokmanni Group Oyj 2025. 1.1.-31.12.2024 Tilinpäätöstiedote. Luettavissa: https://ir.tokmanni.fi/~media/Files/T/Tokmanni-V2/reports-and-presentations/Tokmanni-konsernin%20tilinptstiedote%202024_FINAL.pdf. Luettu: 10.3.2025.
- Tokmanni Group Oyj s.a.a. Meistä lyhyesti. Luettavissa: <https://ir.tokmanni.fi/fi/tietoa-tokmannista/tokmanni-lyhyesti>. Luettu: 6.11.2024.
- Tokmanni Group Oyj s.a.b. Historiamme. Luettavissa: <https://ir.tokmanni.fi/fi/tietoa-tokmannista/historiamme>. Luettu: 4.12.2024.
- Tokmanni Group Oyj s.a.c. Osakepääoma ja omat osakkeet. Luettavissa: <https://ir.tokmanni.fi/fi/sijoittajat/osakkeet-osakkeenomistajat/share-capital>. Luettu: 5.12.2024.
- Valueinvesting s.a. TOKMAN.HE Tokmanni Group Corp. Luettavissa: <https://valueinvesting.io/TOKMAN.HE/valuation/wacc>. Luettu: 10.1.2025.

Vero. s.a. Osakeyhtiön ja osuuskunnan tuloverotus. Luettavissa: <https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/verot-ja-maksut/osakeyhtio-ja-osuuskunta/tuloverotus/>. Luettu: 3.2.2025.

Vilkkä, H. 2021. Näin onnistut opinnäytetyössä: ratkaisut tutkimuksen umpikujiin. PS-Kustannus. Jyväskylä. E-Kirja. Luettu: 4.3.2025.

Yahoo Finance s.a. Tokmanni Group Oyj. Luettavissa: <https://finance.yahoo.com/quote/TOK-MAN.HE/>. Luettu: 10.1.2025.

Yritystutkimus Ry & Gaudeamus Helsinki University Press. 2017. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Gaudeamus Oy. Helsinki. Luettavissa: http://yritystutkimusry.fi/wp-content/uploads/2021/04/Yritystutkimuksen_Tilinpaatosanalyysi.pdf. Luettu: 4.2.2025.

Liitteet

Liite 1. Tuloslaskelman ennusteet

(Miljoonaa euroa)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Liikevaihto	1650	1796	1937	2070	2192	2298	2387	2475	2566	2661	2710
Liikevaihdon kasvu/v	18,5 %	8,9 %	7,9 %	6,9 %	5,9 %	4,9 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	1,8 %
Poistot	96	100	108	116	122	128	133	141	149	157	167
Liikevoitto	104	131	141	150	159	166	173	184	195	208	214
Liikevoitto-%	6,3 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %	7,2 %	7,2 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	3,2 %
Verot (20%)	-21	-26	-28	-30	-32	-33	-35	-37	-39	-42	-43
NOPLAT	83	105	113	120	127	133	138	147	156	166	171

Liite 2. Taseen ennusteet

(Miljoonaa euroa)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet	607	686	765	844	924	1 003	1 082
Liikearvo	191	204	216	228	240	252	264
Muut aineettomat hyödykkeet	31	37	42	48	54	59	65
Pitkäaikaiset saamiset	2	2	2	1	1	1	1
Pitkäaikaiset varat yhteensä	833	931	1 028	1 124	1 220	1 318	1 414
Vaihto-omaisuus	352	380	408	436	464	491	519
Myyntisaamiset ja muut saamiset	31	34	36	38	40	43	45
Rahavarat	104	116	128	140	152	164	176
Lyhytaikaiset varat yhteensä	489	532	574	617	659	702	744
Pitkäaikaiset korolliset velat	638	717	796	874	953	1 032	1 111
Lyhytaikaiset korolliset velat	144	160	178	196	142	142	160