



LAUREA

Arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy



Saarinen, Juho

2010 Leppävaara

Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy

Juho Saarinen
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Tammikuu, 2009

Juho Saarinen

Arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy

Vuosi 2009

Sivumäärä 49

Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää arvonmääritystekniikoita ja tehdä arvonmääritys case-yritys Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Opinnäytetyö tehtiin yhteistyössä Checkpoint Systems Finland Oy:n kanssa. Luotettava arvonmääritys on monissa yrityselämän tilanteissa tärkeitä. Arvonmääritystä käytetään useimmiten yrityskauppojen yhteydessä. Luotettava ja todellista tilannetta kuvaava arvonmääritys on ensisijaisen tärkeitä, kun sitä käytetään päätöksenteon perustana.

Opinnäytetyö toteutettiin kvantitatiivisena ja kvalitatiivisena tutkimuksena. Aineistoa kerättiin tilinpäätöstiedoista ja yrityksen omista tietolähteistä. Tutkimuksessa käytetyt tilinpäätöstiedot ovat vuosien 2004 ja 2008 väliseltä ajalta. Tutkimusta varten tehtiin myös haastatteluja ja yrityksen sisällä. Kerätyn aineiston perusteella tutkimuksessa laskettiin keskeisiä tunnuslukuja, sekä Checkpoint Systems Finland Oy:n substanssi- ja tuottoarvo. Tuottoarvoa määriteltäessä tulevaisuuden tuottoja on laskettu vuoteen 2018 asti. Tutkimuksessa on arvioitu myös yrityksen kannattavuutta, markkinoiden vaikutuksia ja tulevaisuuden näkymiä.

Opinnäytetyön tutkimuksen tuloksena Checkpoint Systems Finlandin markkina-arvoksi saatiin 4,5 milj. euroa. Tutkimuksessa yritys todettiin vakavaraiseksi ja tuottavaksi.

Opinnäytetyössä tarkastellaan Checkpoint Systems Finland Oy:n arvoa omaisuuden ja tulevaisuuden tuottojen näkökulmasta. Tutkimuksessa ei oteta kantaa yrityksen goodwill-arvoon, esimerkiksi Checkpoint Systems Finland Oy:n brändin arvoa ei ole määritelty erikseen. Tämän opinnäytetyön tuloksia voidaan käyttää esimerkiksi yrityskauppaneuvotteluiden pohjana.

Juho Saarinen

Valuating Checkpoint Systems Finland Ltd.

Year	2009	Pages	49
------	------	-------	----

The purpose of this thesis is to present different valuating techniques and value Checkpoint Systems Finland Ltd. The thesis was made in co-operation with Checkpoint Systems Finland Ltd. Reliable valuating is important in many different situations. Valuating is generally used in acquisition situations. Reliable and realistic valuating is crucial when decisions are made based on it.

The thesis was executed as quantitative and qualitative research. Data was collected mainly from financial statements from the years 2004 to 2008. Interviews were also made within the company. Net asset value, productive value and essential parameters were calculated using the collected data. Future proceeds in productive value are calculated up to the year 2018. Profitability and the future of the company have also been reviewed in the research.

The outcome of the research was that the estimated value of Checkpoint Systems Finland is approximately 4.5 million Euros. The company was found to be productive.

The thesis examines the value of the company and the value of its future incomes. The research does not include goodwill value of the company. Results of the research can be used for example as the basis of a corporate acquisition negotiation.

Key word(s) Valuating, analysis of the financial statements, net worth, productive value

Sisällys

1	Johdanto	8
1.1	Tutkimusaiheen taustasta	8
1.2	Opinnäytetyön ja tutkimuksen tavoitteet	8
1.3	Tutkimusongelman asettaminen	7
1.4	Rajaukset	7
1.5	Työn rakenne ja toteutus	7
1.6	Opinnäytetyön määritelmät	8
2	Arvonmääritys	9
2.1	Arvonmäärityksen käyttötarkoitus	9
2.2	Arvonmäärityksen tunnuslukuja	9
2.3	Arvomäärityksen yleiset periaatteet	11
2.4	Yrityksen arvonmäärityksen periaatteet	12
2.5	Tilinpäätös	13
3	Arvonmääritysmenetelmät	13
3.1	Arvonmääritysprosessin vaiheet	13
3.2	Strateginen analyysi	14
3.2.1	Taloudellinen analyysi	14
3.2.2	Tulevan kehityksen ennakointi	15
3.2.3	Liiketoiminnan analysointi	16
3.3	Substanssiarvo	16
3.3.1	Aineettomien hyödykkeiden substanssiarvo	16
3.3.2	Aineellisten hyödykkeiden substanssiarvo	17
3.3.3	Vaihto-omaisuuden substanssiarvo	17
3.3.4	Saamisten substanssiarvo	18
3.3.5	Rahat ja pankkisaamiset	18
3.3.6	Oma pääoma	18
3.3.7	Vieras pääoma	18
3.4	Tuottoarvo	19
3.5	Lisäarvomalli	20
3.6	Kassavirtaperusteinen malli ja vapaan kassavirran menetelmä	20
3.6.1	FCF eli vapaa kassavirta	21
3.6.2	FCFF	21
3.6.3	WACC	22
3.6.4	Tyypillisen tuloksen menetelmä	22
3.7	Goodwill eli liikearvo	22
3.8	Lopullinen laskennallisen arvon määrittely	22
4	Tutkimus	23

4.1	Tutkimusongelma.....	23
4.2	Case-yritys Checkpoint Systems Finland Oy	23
4.2.1	Checkpoint Systems Finland Oy:n historia.....	24
4.2.2	Asiakaspohja ja kilpailijat	24
4.3	Tutkimusmenetelmät	25
5	Tulokset	26
5.1	Tunnusluvut	26
5.2	Ennusteisiin perustuva voittojen tuottoarvo	26
6	Oma pohdinta ja tulosten tarkastelu	27
6.1	Liikevaihto.....	27
6.2	Kannattavuus.....	28
6.2.1	Sijoitetun pääoman tuotto.....	28
6.2.2	Oman pääoman tuotto.....	30
6.3	Vakavaraisuus	30
6.4	Tunnuslukujen tulkinta	30
6.4.1	P/E-luku	30
6.4.2	P/B-luku	31
6.4.3	EV/EBIT-luku	31
6.5	Substanssiarvo	32
6.5.1	Varaston arvo	32
6.5.2	Koneet ja kalusto.....	33
6.6	Tuottoarvo.....	33
6.6.1	Nettotulos ja nettotulosprosentti.....	34
6.6.2	Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo	34
6.7	Markkina-arvo	35
6.8	Teorian painoarvo	35
6.9	Checkpoint Systems Finlandin tulevaisuuden näkymät	36
6.10	Maailmantalouden vaikutukset.....	37
6.11	Tutkimuksen luotettavuus	38
6.11.1	Työn reliabiliteetti	38
6.11.2	Työn validiteetti	38
	Lähteet.....	39
	Liitteet	41
	Liite 1. Checkpoint Systems Finland Oy:n tase 2004-2008	42
	Liite 2. Checkpoint Systems Finland Oy:n tuloslaskelma 2004-2008.....	43
	Liite 3. Tunnusluvut	44
	Liite 4. Tulevaisuuden tuottoarviot.....	45
	Liite 5. Tulevaisuuden tuotot (graafinen kuvaus)	46
	Liite 6. Liikevaihdon kehitys (graafinen kuvaus).....	47

Liite 7. Sijoitetun pääoman tuotto trendi	48
Liite 8. Sijoitetun pääoman tuotto trendi (graafinen kuvaus)	49

1 Johdanto

Tässä opinnäytetyössä käsitellään yrityksen arvonmäärittystä. Työ sisältää teoriapohjan sekä teoriaa hyväksikäyttäen tehdyn arvonmäärittystutkimuksen Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Opinnäytetyössä tutustutaan erilaisiin arvonmäärittelyn menetelmiin sekä arvonmäärittelyn periaatteisiin. Tutkimuksessa on tehty arvonmäärittely substanssiarvoa ja tuottoarvoa hyväksikäyttäen. Opinnäytetyön tutkimuksessa saatujen tulosten perusteella Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo asettuu 4 250 000 ja 4 500 000 euron välille. Yritykselle laskettu arvo perustuu substanssiarvoon ja kymmenen vuoden tuottoarvoon. Substanssiarvon ja tuottoarvon käsitteisiin perehdytään tarkemmin jäljempänä opinnäytetyön teoriaosuudessa.

1.1 Tutkimusaiheen taustasta

Opinnäytetyön tutkimusaihe on arvonmäärittely. Tutkimusaihe on ajankohtainen tutkittavassa yrityksessä. Checkpoint Systems konsernin tytäryrityksiä on viime vuosina myyty yrityksen johdolle. Myös Checkpoint Systems Finlandin myymisestä on käyty keskusteluja. Tätä taustaa vasten aloitettiin arvonmäärittelyprosessi keväällä 2009. Tämän opinnäytetyön aiheena on arvonmäärittely. Opinnäytetyön tutkimusaiheeksi muodostui arvonmäärittely Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimusaihe on valittu yhteistyössä yrityksen kanssa. Tutkimusaihe on ajankohtainen ja sen toteuttamiselle on hyvät edellytykset. Arvonmäärittelystä on tärkeitä tehdä mahdollisimman totuudenmukainen ja realistinen. Tavoitteen toteutuminen riippuu saatavilla olevasta tiedosta. Koska tutkittava yritys on valmis myötävaikuttamaan tutkimuksen toteutumiseen, myös tutkimuksen onnistuminen on varmempaa.

1.2 Opinnäytetyön ja tutkimuksen tavoitteet

Opinnäytetyön teoriaosuuden tavoite on antaa kattava kuva arvonmäärittelyn periaatteista ja keskeisimmistä arvonmäärittelymenetelmistä. Opinnäytetyössä pyritään käyttämään kattavaa ja luotettavaa lähdeaineistoa. Lähdeaineistoa on kerätty useilta eri tahoilta. Opinnäytetyön tavoitteena on olla tieteellisesti luotettava, joten lähdeaineiston luotettavuuteen on kiinnitetty huomiota.

Tutkimuksessa pyritään selvittämään totuudenmukaisesti ja realistisesti Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo. Tutkimuksen tavoitteena on laskea yritykselle keskeisimpiä arvonmäärittelyyn liittyviä tunnuslukuja. Tutkimuksen tavoitteena on myös tuottaa suuntaa antava hintahaarukka, joka vastaa Checkpoint Systems Finlandin arvoa.

1.3 Tutkimusongelman asettaminen

Tutkimusongelmaa sivuttiin hieman jo edellisissä luvuissa. Keskeisimmäksi tutkimusongelmaksi on asetettu yrityksen arvo. Tutkimuksen tulee selvittää, mikä on Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo. Saatu arvo on suuntaa antava, mutta sen on perusteltu, realistinen ja tietoon pohjautuva. Tutkimusongelman asettamiseen kuuluu myös kysymys arvonmäärittämenetelmien valinnasta. Mikä on paras tapa määrittää yrityksen arvo Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa?

Arvonmäärittäykseen liittyy keskeisesti yrityksen toimintaan ja tulokseen vaikuttavien tekijöiden analysointi. Tutkimuksessa selvitetään yrityksen nykytilanteen lisäksi tulevaisuuden näkymiä. Tutkimuksessa on otettava huomioon maailmantalouden vaikutuksia. Nykyinen talouden epävakaa ilmasto on ajankohtainen asia. Tästä syystä on syytä pohtia, kuinka se vaikuttaa tuleviin tuottoihin ja sitä kautta yrityksen nykyarvoon.

1.4 Rajaukset

Työssä keskitytään numeerisesti tehtävään arvonmäärittäykseen ja esimerkiksi aineettoman omaisuuden arvonmäärittäminen on jätetty pienemmälle tarkastelulle. Opinnäytetyö keskittyy arvonmäärittäykseen ja taloudelliseen analyysiin. Taloudellisen analyysin lisäksi pohdinnassa sivutaan myös liiketoiminnan analyysiä. Tutkimuksen tärkeimmiksi tutkimustavoiksi on valittu substanssiarvo ja tuottoarvo. Tuottoarvo on määritelty tulevaisuuden tuottojen nykyarvon mukaan. Aineettoman omaisuuden, kuten goodwill- arvon määrittäminen on rajattu opinnäytetyön ulkopuolelle. Näiden arvonmäärittämenetelmien lisäksi, keskeisimpien tunnuslukujen laskeminen on otettu osaksi opinnäytetyön tutkimusta

1.5 Työn rakenne ja toteutus

Työn teoriaosuudessa on pyritty selvittämään olennainen teoriapohja tekstin keinoin. Tästä syystä esitettyjen kuvioiden määrää ei ole pidetty itseisarvona ja niiden esittäminen on pyritty pitämään kohtuullisena. Työn tutkimusosuudessa kuvioiden esittäminen on perusteltua sillä ne havainnollistavat hyvin case-yrityksen arvoa ja sen kehitystä.

Opinnäytetyön teoriapohjaa varten on kerätty kattavasti lähdemateriaalia. Lähdemateriaalina on käytetty kansainvälistä ja suomalaista alan kirjallisuutta. Kirjallisuuden lisäksi lähdemateriaalia on kerätty tieteellisistä artikkeleista, lehtiartikkeleista ja muista lähteistä. Lähdeaineiston kartuttamiseksi on tehty myös haastatteluja.

Opinnäytetyön numeerinen arvonmäärittäytutkimus on toteutettu substanssiarvoa ja tuottoarvoa hyväksikäyttäen. Tutkimuksessa on myös laskettu keskeisimpiä arvonmäärittäytksen tunnuslukuja.

Toisessa luvussa lukija tutustutetaan arvonmäärittäytkseen yleisellä tasolla. Kolmannessa luvussa syvennyttään arvonmäärittäytksen menetelmiin ja niiden erityispiirteisiin. Neljännessä luvussa kerrotaan opinnäytetyön tutkimuksesta ja tutkimuksen kohteena olevasta yrityksestä. Opinnäytetyön viidennessä luvussa on esitelty tutkimuksessa saadut tulokset. Kuudes luku on varattu saatujen tulosten lähemmälle tarkastelulle ja niiden pohjalta tehdyille omalle pohdinnalle.

1.6 Opinnäytetyön määritelmät

Tässä kappaleessa avataan keskeisimpiä arvonmäärittäytkseen liittyviä termejä. Opinnäytetyössä esiintyvät termit on pyritty avaamaan tekstissä, kun niitä ensimmäisen kerran käytetään. Samassa yhteydessä on merkittynä termeihin liittyvät lähdetiedot.

Arvonmäärittäytksen perustana käytetään fundamenttitekijöitä, joilla tarkoitetaan todellisia tilinpäätöksestä saatuja tietoja. Arvonmäärittäytstä tehdään usein yrityskauppoja varten. Eräs yrityskauppa tapaus on MBO (Management Buy Out). MBO tarkoittaa tapausta, jossa yrityksen toimiva johto ostaa yrityksen tai liiketoiminnan työnantajaltaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 12,65.)

Tutkittaessa yrityksen kannattavuutta käytetään termejä absoluuttinen kannattavuus ja suhteellinen kannattavuus. Absoluuttinen kannattavuutta kuvataan operatiivista tulosta kuvaavilla luvuilla. Tällaisia lukuja ovat esimerkiksi liiketulos, tilikaudentulos, ja käyttökate. Suhteellinen kannattavuus kuvaa kuinka tehokkaasti käytettävissä olevia resursseja on hyödynnetty. (Kettunen 2010.)

Kaksi arvonmäärittäytksen tärkeintä tutkimustapaa ovat substanssiarvo ja tuottoarvo. Substanssiarvo tarkoittaa yrityksen yksittäisten hyödykkeiden todennäköistä luovutushintaa. Toisin sanottuna substanssiarvo on yrityksen likvidaatioarvo. Likvidaatioarvoa laskettaessa yrityksen varat arvostetaan todennäköiseen arvoon, josta vähennetään luovutuksesta aiheutuneet kulut. Yksinkertaistettuna voidaan sanoa, että substanssiarvo on yrityksen varat vähennettynä veloilla. Tuottoarvolla tarkoitetaan yrityksen jatkuvan toiminnan aikaansaamaa tuottoa. Tuottoarvon tarkoitus on kuvata yrityksen tulevien tuottojen nykyarvoa. Diskonttauskorolla pyritään ottamaan huomioon rahan aika-arvo. (Leppiniemi 1999, 14-15, 21,52.)

Eräs arvonmääritykseen liittyvä termi on netto nykyarvo eli NPV (Net Present Value). NPV mittaa investoinnin arvon ja kustannusten eroa laskentahetkellä (Brealey, Myers & Marcus 2001, 189). Opinnäytetyössä on käytetty myös termiä LRP-arvio (Long Range Planing). LRP on yrityksen sisäinen toimintasuunnitelma, joka sisältää laskelmia liiketoiminnan tulevaisuudesta (Saarinen 2009).

Yrityksestä tehtävä strateginen analyysi voidaan jakaa kolmeen ryhmään. Ryhmät ovat liiketoiminnan analysointi, taloudellinen analyysi, tulevan kehityksen ennakointi sekä juridinen analyysi. Liiketoiminnan analyysissä keskitytään yrityksen toimintoihin ja sidosryhmiin. Taloudellinen analyysi tehdään taloudellisen aineiston perusteella. (Kettunen 2010.)

2 Arvonmääritys

Seuraavissa kappaleissa käsitellään arvonmäärityksen käyttötarkoituksia, arvonmäärityksen periaatteita sekä arvonmääritykseen liittyviä tunnuslukuja. Luvun tarkoituksena on antaa lukijalle kattava kuva arvonmäärityksen periaatteista, sekä erilaisista arvonmääritys tavoista.

2.1 Arvonmäärityksen käyttötarkoitus

Arvonmääritystä on perinteisesti käytetty sijoituspäätösten tukena. Varsinkin pörssissä noteerattujen yritysten kohdalla sijoittamisen lähtökohtana on arvonmääritys ja sen hyödyntäminen. Osakesijoittamisessa arvonmäärityksellä pyritään arvioimaan yrityksen kannattavuuteen ja kasvumahdollisuuksiin perustuva osakkeen arvo. Näin saatua arvoa verrataan pörssissä noteerattuun osakkeen markkina-arvoon. Usein sijoittavat eivät kuitenkaan käy läpi perusteellista arvonmääritysprosessia, vaan tyytyvät käyttämään yksittäisiä arvostusta kuvaavia suhteellisia tunnuslukuja. Tällaisia tunnuslukuja ovat esimerkiksi p/e-, p/b- ja ev/ebit -lukuja. Tunnusluvut lasketaan vertaamalla yrityksen arvoa johonkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan muuttujaan eli fundamenttimuuttujaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 12,65.)

2.2 Arvonmäärityksen tunnuslukuja

P/E (Price/Earnings) luku kertoo oman pääoman markkina-arvon ja ennustetun tuloksen suhteesta (Kallunki & Niemelä 2004, 65-67). Yrityksen osakkeen arvoa voidaan yksinkertaistetusti pitää kahden asian summana, varojen ja velkojen sekä potentiaalisten kasvumahdollisuuksien nykyarvon summana. P/E luku kuvastaa markkinoiden näkemystä yrityksen kasvumahdollisuuksista (Bearley, Myers & Marcus, 154.)

$$\text{P/E-luku} = \frac{\text{Oman pääoman markkina-arvo}}{\text{Nettotulos}}$$

P/B (Price/Book value) luku kertoo osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman tasearvon suhteen. Tilinpäätöksen taseessa ilmoitettua yrityksen oman pääoman arvoa nimitetään oman pääoman tasearvoksi. (Kallunki & Niemelä 2004, 86.)

$$\text{P/B-luku} = \frac{\text{Oman pääoman markkina-arvo}}{\text{Taseen substanssiarvo}}$$

EV/EBIT luku kertoo oman ja vieraan pääoman kokonaisarvon sekä käyttökateen suhteen (Kallunki & Niemelä 2004, 86). Käyttökate kuvaa liikevaihdosta muuttuvien ja kiinteiden kustannusten jäljelle jäävää osuutta (Funda Games Oy 2007).

$$\text{EV/EBIT-luku} = \frac{\text{Yritysarvo}}{\text{Liikevoitto}}$$

Osakesijoittaja pyrkii ostamaan osakkeita, joiden pörssi-arvo on alhaisempi kuin niiden fundamenttiteijöistä johdettu arvo (Kallunki & Niemelä 2004, 12). Osakesijoittajan pyrkimys on ostaa osakemarkkinoilla aliarvostettujen yritysten osakkeita. Fundamenttitekijöillä tarkoitetaan todellisia tilinpäätöksestä saatuja tietoja.

Tilinpäätöstietojen hyödyntäminen on tärkeää myös pääomasijoittajalle. Normaalisti pääomasijoittaja tekee määräaikaisen sijoituksen yritykseen, jota ei ole julkisesti noteerattu. Tällöin tarkoitus on tuottaa yritykselle lisäarvoa, joka mahdollistaa yrityksen arvonnousun. Kuten osakesijoittaja myös pääomasijoittaja arvioi yrityksen mahdollista arvoa nyt sekä kuinka paljon sen arvioidaan olevan määräaikaisen sijoitusjakson päätyttyä. (Kallunki & Niemelä 2004, 13.)

Arvonnäytystä käytetään myös hyväksi yrityskaupoissa ja niin sanotuissa MBO (Management Buy Out) caseissa. Toimivan johdon ostaessa yrityksen tai osan siitä, on huomattu erityisiä piirteitä muihin yrityskauppoihin verrattuna. Keskimäärin MBO kaupoissa ostajaosapuoli on pystynyt neuvottelemaan hinnan, joka on ollut alempi kuin sen hetkinen markkina-arvo olisi ollut ulkopuoliselle ostajalle. (Saadouni, Briston, Mallin & Robbie 1996, 90.)

Yrityksen kannattavuus ja velkaantuneisuusaste vaikuttavat yrityksen arvostukseen. Kannattavuus voidaan jakaa kahteen eri ryhmään. Absoluuttiseen kannattavuuteen ja suhteelliseen kannattavuuteen. Absoluuttinen kannattavuutta kuvataan operatiivista tulosta kuvaavilla luvuilla. Tällaisia lukuja ovat esimerkiksi liiketulos, tilikaudentulos ja käyttökate. Suhteellinen kannattavuus kuvaa kuinka tehokkaasti käytettävissä olevia resursseja on hyödynnetty. Suh-

teellista kannattavuutta kuvaaviin tunnuslukuihin kuuluvat esimerkiksi sijoitetun pääoma tuottoprosentti SIPO% ja oman pääoman tuottoprosentti OPO%. (Kettunen 2010.)

Yrityksen kannattavuutta voidaan tutkia tietyillä tunnusluvuilla, joita ovat esimerkiksi SIPO% (sijoitetun pääoman tuottoprosentti), OPO% (oman pääoman tuottoprosentti). Omavaraisuusaste% ja Gearing% (velkaantumisaste) kertovat yrityksen vakavaraisuudesta, eli omien varojen ja velkojen suhteesta. SIPO kertoo sijoitetun pääoman ja tuloksen välisestä suhteesta, eli kuinka suuren tuoton yritys on tehnyt siihen sijoitetulla pääomalla. OPO% kertoo oman pääoman osuuden ja tuloksen suhteen. (Kallunki & Niemelä 2004)

$$\text{SIPO\%} = \frac{\text{nettotulos} + \text{korkokulut} + \text{välittömät verot}}{\text{oma pääoma} + \text{vieras pääoma} - \text{korottomat velat}}$$

$$\text{OPO tuotto\%} = \frac{\text{nettotulos}}{\text{oma pääoma}}$$

$$\text{Omavaraisuusaste\%} = \frac{\text{oma pääoma}}{\text{oma} + \text{vieras pääoma}}$$

$$\text{Gearing\%} = \frac{\text{korolliset velat} - \text{kassa ja pankkisaamiset sekä rahoitusarvopaperit}}{\text{oma pääoma}}$$

2.3 Arvomäärityksen yleiset periaatteet

Omaisuuuden liiketaloudellinen arvo määräytyy markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. Jotta markkinat toimisivat optimaalisesti, pitäisi kysyjä ja tarjoajia olla laajalti. Erona muihin tuotteisiin, yritys on ainutkertainen, uniikki hyödyke. Tällöin voimme todeta, ettei yrityksille muodostu perinteistä markkina-arvoa. (Leppiniemi 1999,12-13)

Yksittäisen hyödykkeen kuten kokonaisen yrityksenkin osalta voidaan puhua kahdesta arvosta, jotka perustuvat eri näkökulmaan. Nämä arvot ovat substanssiarvo sekä tuottoarvo. Substanssiarvo tarkoittaa yrityksen yksittäisten hyödykkeiden todennäköistä luovutushintaa. Substanssiarvo kuvaa hyvin tilannetta, jossa yritys lopetetaan ja sen kaikki hyödykkeet muutetaan rahaksi. Sen sijaan tuottoarvolla tarkoitetaan yrityksen jatkuvan toiminnan aikaansaamaa tuottoa. Tuottoarvo kuvaa yrityksen tulevien tuottojen nykyarvoa. (Leppiniemi 1999,12-15.) Nettonykyarvo eli NPV (Net Present Value) mittaa investoinnin arvon ja kustannusten eroa laskentahetkellä. Jos nettonykyarvo on positiivinen, tarkoittaa se sitä että investointi on kannattava. (Brealey, Myers & Marcus 2001, 189)

2.4 Yrityksen arvonmäärityksen periaatteet

Yrityksen liiketaloudellinen hinta määritetään sen todennäköisen luovutushinnan ja luovutuksesta aiheutuvien erilliskustannusten erotuksella arvonmäärityshetkellä. (Leppiniemi 1999, 12-15.)

Yleensä yrityksen markkinahintaa ei ole mahdollista selvittää, sillä useimmiten yritystä ei ole tarkoitus lähteä tarjoamaan julkisesti myytäväksi aitojen hintatarjousten saamiseksi. Tällaisissa tilanteissa on tavallista että markkinahinta korvataan laskennallisella hinnalla, joka kuvaa yrityksen arvoa. Laskennallisella hinnalla pyritään kuvaamaan sellaista hintaa, jonka rationaalinen ostaja olisi valmis yrityksestä maksamaan. Yleisimmin käytetyt laskennalliset hinnat ovat substanssiarvo ja tuottoarvo. (Leppiniemi 1999, 12-15.)

Yksinkertaisimmillaan yrityksen arvo voidaan arvioida laskemalla sen omaisuuden arvo eli substanssiarvo. Substanssiarvo voidaan laskea joko tilinpäätöstiedoista tai omaisuuden todennäköisen myyntihinnan perusteella. Tämä menetelmä on kuitenkin ongelmallinen, sillä tilinpäätöstiedoista johdetut omaisuuden arvot ovat kirjanpidollisia arvoja. Kirjanpidolliset arvot eivät välttämättä vastaa todellista myyntiarvoa. Tästä esimerkkinä voidaan pitää esimerkiksi poistojen vaikutusta tilinpäätösten omaisuuden arvostukseen (Klippi 2009.) Menetelmän toinen ongelma on jo edellä mainittu tulevaisuuden tuottojen huomioon ottamattomuus (Kallunki & Niemelä 2004, 13).

Kuten edellisessä kappaleessa todetaan substanssiarvo on taseen varat vähennettynä veloista. Mitä lähempänä taseessa varat ovat likvidejä varoja kuten käteistä, sitä helpommin ne ovat muutettavissa käteiseksi. Mitä likvidimpiä varat ovat, sitä arvokkaampia ne ovat. Poistojen merkitys ilmenee esimerkiksi niin, että yrityksellä voi olla käyttöomaisuutta jota ei enää edes näy taseessa vaikka onkin edelleen käytössä. Tällaisella omaisuudella voi myös olla jäännösarvoa, eli omaisuus voi olla edelleen vaihdettavissa käteiseksi rahaksi. (Kettunen 2010.)

Parempana lähestymistapana voidaankin pitää yritykseen sijoitetun pääoman taloudellisen arvon määrittämistä. ”Arvioimalla yrityksen tulevan tuloskehityksen vaikutusta oman pääoman arvoon saadaan määritettyä yrityksen arvo, joka perustuu yritykseen sijoitetun pääoman tasearvojen lisäksi liiketoiminnan odotettuun kannattavuuteen. Näin saatu yrityksen arvo kuvaa sen todellista arvoa.” (Kallunki & Niemelä 2004, 33.)

Yrityksen arvonmääritys ja yrityskaupat tehdään usein tilanteessa, jolloin yritys on jatkuvasti toiminnassa. Tällöin parhaiten arvoa kuvaavaksi arvonmääritystavaksi osoittautuu tuottoarvo. Usein kuitenkin yrityskauppoja tehtäessä on syytä laskea molemmat arvot. Substanssiarvoa ja

tuottoarvoa vertaamalla saadaan tietoa yrityksen toiminnan tilasta. Jos tuottoarvo osoittautuu substanssiarvoa pienemmäksi, ei yrityksen toimintaa kannattane jatkaa, tällöin lopettaminen tulee edullisemmaksi. Näin ollen voidaan päätellä että voittoa tavoittelevan yrityksen omistajat arvioivat tuottoarvon substanssiarvoa suuremmaksi. (Leppiniemi 1999,12-15.)

Tuottoarvon laskeminen tarkoittaa tulevaisuuden tuottojen nykyarvon määrittämistä. Tuottoarvon laskeminen voidaan jakaa kahteen vaihtoehtoon. Tuottoarvo voidaan laskea diskonttaamalla tulevaisuuden tuotot tai tulevaisuudessa saatavat osingot. (Kettunen 2010.)

2.5 Tilinpäätös

Koska arvonmäärittämisestä suuri osa tehdään tilinpäätöksen tietoja apuna käyttäen, on syytä käydä läpi sen sisältö. Tilinpäätös koostuu seuraavista osista. Tuloslaskelmasta, joka kuvaa tuloksen muodostumista. Taseesta, joka kuvaa tilinpäätöspäivän taloudellista asemaa. Tilinpäätös sisältää myös taseen liitetiedot, rahoituslaskelman sekä tilinpäätöksen liitteenä olevan toimintakertomuksen. (Wikipedia 2009b.) Tilinpäätöksen sisältöä tarkastellaan tarkemmin luvuissa 3.2 substanssiarvo sekä 3.2.1 ja 3.2.2.

3 Arvonmäärittämismenetelmät

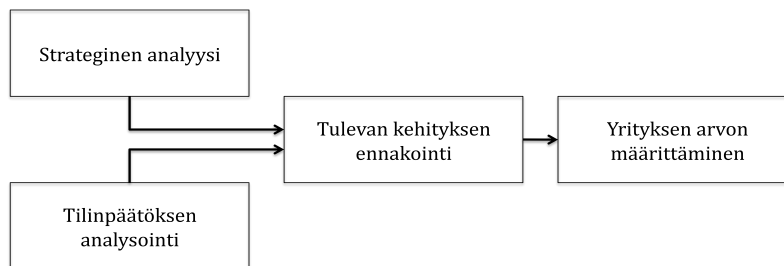
Kuten edellä on jo mainittu, tärkeimmät teoreettiset lähtökohdat, joita tässä työssä käsitellään, ovat substanssiarvo sekä tuottoarvo. Seuraavassa luvussa käsitellään tarkemmin näitä menetelmiä ja niiden erityispiirteitä. Luvussa avataan myös muita käsitteitä, kuten esimerkiksi markkina-arvo, goodwill, osinkoperusteinen malli, lisäarvomalli sekä arvostuskerroin. Luvussa käydään myös läpi arvonmäärittämisprosessin keskeisimmät vaiheet.

Arvonmäärittämisanalyysiä voidaan tehdä monella tapaa. Tutkimusta voidaan tehdä tilinpäätösanalyysillä, tunnuslukuanalyysillä sekä yritystutkimuksella. Tilinpäätösanalyysi sijoittuu tunnuslukuanalyysin ja yritystutkimuksen välimaastoon. Tunnuslukuanalyysissä keskitytään valikoitujen mittareiden eli tunnuslukujen perusteella tehtäviin johtopäätöksiin yrityksen taloudellisesta tilasta. Yritystutkimuksessa sen sijaan keskitytään yrityksen reaali-prosessien kartoittamiseen. Siinä pyritään selvittämään yrityksen menestykseen vaikuttaneet syyt. (Niskanen & Niskanen 2003, 9-11)

3.1 Arvonmäärittämisprosessin vaiheet

Kirjassaan Kallunki ym. Jakavat yrityksen arvonmäärittämisprosessin kolmeen päävaiheeseen. Nämä vaiheet ovat strateginen analyysi, tilinpäätöksen analysointi ja tulevan kehityksen arviointi. Kuviossa 1 (s. 14) arvonmäärittämisprosessin vaiheet ovat esitettyinä graafisesti.

Jotta arvonmäärityksessä saataisiin mahdollisimman kattava ja totuudenmukainen kuva yrityksen arvosta, myös ympäröivä yhteiskunta ja sen kehitys on pyrittävä ottamaan huomioon. Kattavan analyysin tekemiseksi on tunnettava yrityksen toimiala sekä yrityksen asema markkinoilla. Tätä Kallunki kutsuu strategiseksi analyysiksi. Lisäksi yrityksen tilinpäätöksen analysointi on keskeistä, jotta selvitetään yrityksen historiallinen kehitys ja nykytilanne. Yrityksen tulevan kehityksen ennakointi on välttämätöntä, sillä ison osan yrityksen arvosta muodostavat tulevaisuuden odotukset. (Kallunki & Niemelä 2004, 13.)



Kuvio1. Arvonmääritysprosessit (Kallunki 2004, 24.)

3.2 Strateginen analyysi

Strategisen analyysin tavoitteena on tunnistaa sellaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat liiketoiminnan taloudelliseen menestykseen. Tällaisia tekijöitä voivat olla esimerkiksi markkinoiden koko, arvioitu kasvu, asema markkinoilla sekä yritysjohton tekemät valinnat. Strategisessa analyysissä pyritään selvittämään yrityksen sisäisiä ja ulkoisia taloudelliseen menestykseen vaikuttavia tekijöitä. Sisäiset tekijät liittyvät usein esimerkiksi yrityksen tuotteisiin, niiden hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön. Ulkoisissa tekijöissä keskitytään yleensä kilpailijoihin, toimialaan, yleiseen kehitykseen sekä muihin ulkopuolisiin tekijöihin. (Kallunki & Niemelä 2004, 24-30.)

Strateginen analyysi voidaan jakaa kolmeen ryhmään. Ryhmät ovat liiketoiminnan analysointi, taloudellinen analyysi, tulevan kehityksen ennakointia sekä juridinen analyysi (Kettunen 2010). Tässä opinnäytetyössä keskitytään taloudelliseen analyysiin ja arvonmääritykseen. Seuraavassa kappaleessa käsitellään tarkemmin taloudellista analyysiä.

3.2.1 Taloudellinen analyysi

Taloudellisessa analyysissä käytetään hyväksi kaikkea yrityksen talotta kuvaavaa materiaalia. Keskeisin yrityksen taloutta kuvaava materiaali on tilinpäätös liitetietoineen. Tilinpäätöstietojen analysoinnin tarkoitus on kartoittaa yrityksen kannattavuutta sekä rahoitus- ja varallisuustilannetta. Koska yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätösten sisältöön harkinnanva-

raisten kirjausten kautta, on tilinpäätökset oikaistava vertailukelpoiseen muotoon. Oikaisulla pyritään saamaan mahdollisimman oikea kuva yrityksen todellisesta taloudellisesta tilasta. Usein julkisesti listattujen yritysten tilinpäätökset ovat vertailukelpoisia keskenään ja vaativat vähän oikaisua. Sitä vastoin listaamattomilla yrityksillä tuloslaskelman ja taseen oikaisu on yleensä tarpeen. (Kallunki & Niemelä 2004,30.)(Kallunki & Kytölä 2002.)

Tilinpäätösanalyysi koostuu usein tuloslaskelmasta ja tasetiedoista. Tilinpäätösanalyysissä tutkitaan yrityksen vuositason kuluja ja niiden suhdetta liikevaihtoon. Tilinpäätösanalyysissä pyritään siis selvittämään liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen vaikuttaneita tekijöitä. Tulosanalyysissä selvitetään myynnin ja tuloksen tunnuslukuja 3-5 vuoden ajalta. Esimerkiksi erilaisia kateprosentteja. Blomquist ym. esittää että ainakin seuraavia kuluja tulee verrata vuosittaiseen myyntiin: luottotappiot, maksetut rojalit, korjauskulut, mainonta, korot, poistot ja henkilöstökulut. (Blomquist, Blumme & Simola 1997,62-63.)

Tulosanalyysiä tehtäessä on tarkoitus tutkia tulokseen vaikuttavia tekijöitä. Myynnin ja liikevoiton kehityksen syyt selvitetään, jolloin niihin vaikuttaneet, muut kuin kasvutekijät tunnetaan. Tällaisia muita kuin kasvutekijöitä voivat olla esimerkiksi yritysostot ja -myynnit. (Blomquist, Blumme & Simola 1997,62.)

Erityisesti Niskanen ym. painottaa kirjassaan kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisten toimintaedellytysten lisäksi lukujen kriittistä arviointia. (Niskanen & Niskanen 2003, 8.)

3.2.2 Tulevan kehityksen ennakointi

Tulevan kehityksen ennakointi on keskeisessä roolissa arvonmääritysprosessissa, sillä yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen on yksi arvonmäärityksen peruslähtökohtia. Yrityksen tulevaa kehitystä voidaan pyrkiä ennakoimaan, joko yrityksen omien laskelmien pohjalta tai ulkopuolisen informaation varasta. Yrityksen sisäisiä laskelmia voivat olla esimerkiksi tuleva myynti ja tuloskehitys. Kuitenkaan aina arvonmääritystä tehtäessä tällaisia tietoja ei ole saatavilla. Tällöin on turvauduttava ulkopuolisiin tietolähteisiin eli julkisiin tietoihin. Yrityksen ulkopuolista tietoa on mahdollista kerätä tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, julkaistuista toimiala-analyyseistä sekä kaikista muista mahdollisista lähteistä. (Kallunki & Niemelä 2004, 33-34.)

Tulevaisuuden kehityksestä voidaan pyrkiä saamaan kattavampi kuva myös herkkyyksianalyysin ja eri skenaarioiden avulla. Herkkyyksianalyysillä ja sen skenaarioilla pyritään kartoittamaan mahdollisia riskitekijöitä ja niiden vaikutuksia yrityksen menestykseen. Näiden skenaarioiden avulla muodostetaan kuva yrityksen taloudelliseen kehitykseen vaikuttavista tekijöistä ja

niille määritellään todennäköisyydet sekä vaihteluvälin pituus. (Copeland, Koller, Murrin 1995, 214-215.)

3.2.3 Liiketoiminnan analysointi

Liiketoimintaa analysoitaessa tarkastellaan erityisesti liiketoiminnan eri osa-alueita. Tällaisia ovat esimerkiksi yrityksen johto, asiakkaat ja muut sidosryhmät. Liiketoiminnan analyysissä voidaan tarkastella sidosryhmien lisäksi esimerkiksi tuotantolaitteita, sijaintia ja tuotteita. (Kettunen 2010.)

3.3 Substanssiarvo

Kuten johdannosta käy ilmi, substanssiarvo on yrityksen likvidaatioarvo. Likvidaatioarvoa laskettaessa yrityksen varat arvostetaan todennäköiseen arvoon, josta vähennetään luovutuksesta aiheutuneet kulut. Likvidiarvoa eli substanssiarvoa kutsutaan usein myös niin sanotuksi teurasarvoksi. Termi on kuvaava sillä se kuvaa tilannetta jossa yrityksen toiminta lopetetaan ja sen käypä omaisuus muutetaan rahaksi. (Leppiniemi 1999, 14-15, 52.)

Karkeasti ajateltuna substanssiarvo on yhtä kuin taseen loppusumma. Käyttöomaisuus ja muut pitkäaikaiset sijoitukset löytyvät tilinpäätöksen taseesta. Tilinpäätöksen tase-erät ovat jaettu pysyviin vastaaviin ja vaihtuviin vastaaviin. Eristä voidaan käyttää myös nimityksiä ”Käyttöomaisuus ja muut pitkäaikaiset sijoitukset” ja ”Vaihto- ja rahoitusomaisuus”. Jako pysyviin ja vaihtuviin suoritetaan käyttötarkoituksen mukaan. Pysyviin eriin taseessa on sijoitettu erät, jotka tuottavat tuloa jatkuvasti usean tilikauden aikana. Muut vastaavien erät ovat vaihtuvia. Pysyvät vastaavat puolestaan jaetaan aineettomiin ja aineellisiin hyödykkeisiin sekä sijoituksiin. (Blumme, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2001, 85-90)

3.3.1 Aineettomien hyödykkeiden substanssiarvo

Aineettomat hyödykkeet voidaan jakaa taseessa seitsemään eri ryhmään. Näitä ovat perustamismenot, tutkimusmenot, kehittämismenot, aineettomat oikeudet, liikearvo, muut pitkävaikutteiset menot sekä ennakkomaksut. Pääosin aineettomat hyödykkeet ovat sen kaltaisia, että niiden taloudellinen arvo muodostuu ainoastaan yrityksen tulonhankinnan kautta. Yleensä perustamismenot, tutkimusmenot, kehittämismenot, liikearvo ja muita pitkävaikutteisia menoja on vaikea erottaa yrityskokonaisuudesta tai myydä erikseen. Näin ollen substanssiarvoa laskettaessa aineettomia hyödykkeitä ei yleensä sisällytetä laskelmiin vaan ne katsotaan käytännössä arvottomiksi. Kuitenkin osa aineettomista hyödykkeistä on sellaisia joita substanssiarvolaskelmaan voidaan sisällyttää. Tällaisia ovat esimerkiksi monet käyttöoikeudet. Patenttioikeuksille, tekijänoikeuksille, valmistusoikeuksille tai muille yksinoikeuksille on usein mah-

dollista laskea arvo, joten ne voidaan sisällyttää substanssiarvolaskelmaan. Kaiken kaikkiaan aineettomien hyödykkeiden sisällyttäminen substanssiarvolaskelmaan vaatii aina tapauskohtaista harkintaa. (Leppiniemi 1999,14-15,52-53.)

3.3.2 Aineellisten hyödykkeiden substanssiarvo

Taseessa aineelliset hyödykkeet on jaettu viideksi eri ryhmäksi. Nämä ryhmät ovat maa- ja vesialueet, rakennukset ja rakennelmat, koneet ja kalusto, muut aineelliset hyödykkeet sekä ennakkomaksut ja keskeneräiset hankinnat. (Leppiniemi 1999,53.)

Aineelliset hyödykkeet ovat merkitty taseeseen pysyviin vastaaviin niiden hankintahinnan tai siitä vähennettyjen poistojen arvon mukaan. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että se vastaisi hyödykkeen todennäköistä luovutushintaa. Tällaisissa tapauksissa arvoa määriteltäessä on usein käännyttävä asiantuntijoiden puoleen, kuten esimerkiksi kiinteistövälittäjän tai tavarantarkastajien apuun. Joissain tapauksissa hyödykkeille ei ole mahdollista löytää ostajaa lainkaan. Hyödyke saattaa olla räätälöity tekemään tiettyä toimintoa liiketoiminnan tuotantoprosessin yhteydessä, eikä sillä välttämättä ole arvoa liiketoiminnasta irrotettuna osana. Toisaalta myös arvonnousu saattaa tulla kyseeseen hyödykkeiden substanssiarvoa arvioitaessa. Esimerkiksi kiinteistöissä tai osakehuoneistojen todennäköinen luovutushinta saattaa olla korkeampi kuin alkuperäinen hankintameno. (Leppiniemi 1999, 54.)

3.3.3 Vaihto-omaisuuden substanssiarvo

Vaihto-omaisuutta arvostettaessa taseessa käytetään alimman arvon periaatetta. Tämä tarkoittaa sitä, että taseeseen merkitään alin seuraavista vaihtoehdoista: alkuperäinen hankintameno, tilinpäätöspäivän todennäköinen jälleenhankintameno tai tilinpäätöspäivän todennäköinen luovutushinta. Tästä johtuen substanssiarvoa laskettaessa tasetietojen perusteella on oletettavaa, että vaihto-omaisuuden tasearvo on vähimmäishinta, jonka siitä saisi myytäessä. On kuitenkin huomioitava, että luovutusmenot on edelleen vähennettävä, sillä niitä ei tilinpäätöksessä ole otettu huomioon. Edellä mainituista syistä johtuen substanssiarvolaskelmaan tuleva vaihto-omaisuuden arvo on usein sen kirja-arvoa suurempi. Kirja-arvolla tarkoitetaan tilinpäätökseen kirjattua vaihto-omaisuuden arvoa. (Leppiniemi 1999, 55.)

Kuten Leppiniemi kirjassaan toteaa pääsäännön mukaan vaihto-omaisuus arvostetaan taseessa alimman arvon periaatteella. Tällöin, jos vaihto-omaisuuden luovutushinta on tilikauden päättyessä hankintamenoa pienempi, on erotus kirjattava kuluksi. Kuitenkin (Blumme ym. 2001, 89) huomauttaa että tilikauden päättyessä kaikki jäljellä olevan vaihto-omaisuuden hankintamenot on aktivoitava taseessa. Hankintamenoksi voidaan lukea hankinnasta ja valmistuksesta aiheutuneet kiinteät menot.

3.3.4 Saamisten substanssiarvo

Lähtökohtaisesti saamiset arvostetaan substanssiarvolaskelmassa vastaavasti kuin taseessa. Joskus kuitenkin saamisiin liittyy erityisiä ehtoja, jotka aiheuttavat eron taseen saamisten ja substanssilaskelman saamisten arvostuksen välille. Esimerkiksi koroton pitkäaikainen saaminen merkitään substanssiarvolaskelmaan sen nykyarvona. Saamisten arvoa saattavat myös vähentää erilaiset asiakkaille myönnetyt alennukset, kuten vuosialennus tai käteisalennus. Koska saamiset ovat taseessa ilman mahdollisia alennuksia, totuudenmukaisen substanssiarvolaskelman aikaansaamiseksi ne on otettava laskelmassa huomioon. Jälleen kerran Leppiniemi ottaa kirjassaan esille tapauskohtaisuuden ja huolellisen tutustumisen kohteena olevaan yritykseen. Jokainen arvonnääritystilanne on yksilöllinen ja siksi haastava. (Leppiniemi 1999, 55.)

3.3.5 Rahat ja pankkisaamiset

Koska rahat ja pankkisaamiset ovat yrityksen likvidejä varoja, ovat niiden arvo lähtökohtaisesti merkitty taseeseen vastaamaan tämän varallisuuden todellista arvoa tilinpäätöspäivänä. On kuitenkin huomioitava että esimerkiksi pitkäaikaisesti sidotut talletukset ovat merkitty taseeseen pysyvinä vastaavina sijoituksina. Rahojen ja pankkisaamisten osalta substanssiarvolaskelmaa tehtäessä on syytä noudattaa tarkkaavaisuutta ja varmistaa kassavirtojen olemassaolo sekä saamisten arvo ja perittävyys. (Leppiniemi 1999, 56.)

3.3.6 Oma pääoma

Oma pääoma on jaettu taseessa kuuteen eri alaluokkaan. Niitä ovat osake-osuus tai vastaava oma pääoma, ylikurssirahasto, arvonnkorotusrahoisto, muut rahastot, edellisten tilikausien voitto tai tappio, sekä tilikauden voitto tai tappio. Omistajien osuus yrityksen omasta pääomasta on se määrä joka jää jäljelle velkojen maksamisen jälkeen. Substanssiarvoa määriteltäessä tavoitteena on tämän ”todellisen” arvonn määrittäminen. Tässä tapauksessa todellisella tarkoitetaan tarkastelu hetkellä realisoitavissa olevan oman pääomann todellista arvoa. Tämä tapahtuu määrittelemällä vastaavaa puolen substanssiarvo ja vähentämällä siitä velat. (Leppiniemi 1999,56.)

3.3.7 Vieraspääoma

Substanssiarvolaskelmassa velat ovat yleensä jaettu kolmeen kategoriaan. Taseessa merkitty vieraspääoma, tilinpäätöksen liitetiedoista ilmenevät mahdolliset velat sekä ne tosiasialliset velat, jotka eivät ilmene tilinpäätöksestä. Lähtökohtaisesti velat ovat merkittynä taseeseen

nimellisarvonsa mukaisesti. Usein velat ovat sidottu indeksiin tai johonkin muuhun vertailuperusteeseen. Tällöin velan määrän vaihtelut näkyvät taseessa siten, että velan kasvu yli nimellisarvon merkitään taseeseen isompana velkana, mutta vertailuperusteen mukaista velan vähenemistä taseessa ei saa huomioida. (Leppiniemi 1999, 58.)

Substanssilaskelmaan on sisällytettävä kaikki tosiasialliset velat vaikkeivät ne suoraan näkyisi-
vätkään taseesta. Tällaisia velkoja ovat sellaiset maksut, jotka tulevat maksettavaksi edellyt-
tyksenä liiketoiminnan jatkamiselle tai ne aiheutuvat liiketoiminnan lopettamisesta. Nämä
voivat olla esimerkiksi erilaisia pakollisia hankintoja tai lupia. Tämän tyyppisiä tosiasiallisia
velkoja saattaa aiheutua esimerkiksi ympäristövelvoitteista, jotka realisoituvat kun kiinteis-
tön käyttö lakkaa. (Leppiniemi 1999, 60-61.)

3.4 Tuottoarvo

Tuottoarvo on yleensä suurempi kuin substanssiarvo. Tämä johtuu niin sanotusta synergiailmi-
östä. Synergiailmiöllä tarkoitetaan, että liiketoiminnan toimiva kokonaisuus on arvokkaampi
kuin sen erillisten osien summa. (Leppiniemi 1999, 21.)

Tuottoarvon selvittämiseksi käytetään yleensä kahta vaihtoehtoista mallia. Osinkoon perustu-
vaan ja voittoon perustuvaan malliin (Leppiniemi 1999,26). Tässä työssä käsitellään molempia
malleja, mutta pääpaino on voittoihin perustuvan mallin käsittelyssä.

Osinkoperusteisessa mallissa ajatellaan, että osakkeen arvo on yhtä kuin sen tulevaisuudessa
tuomien osinkojen nykyarvo (Leppiniemi 1999,26). Nykyarvon laskeminen eli diskonttaus tar-
koittaa tulevaisuudessa saatavien tulojen aika-arvon huomioonottamista tulojen arvoa määri-
tettäessä. Diskonttaus tapahtuu siten, että summan diskontattu arvo lasketaan vähentämällä
siitä diskonttokorko, jokaiselta aikayksiköltä (Wikipedia 2009a.) Nykyarvon laskemiseksi tarvi-
taan arvio odotettavissa olevista tuotoista sekä tieto tuottovaatimuksesta (Leppiniemi 1999,
27).

Niin sanotussa Gordonin mallissa oletetaan, että yrityksellä on tietty osingonjakopolitiikka
jota se noudattaa. Yrityksen jakamien osinkojen ja osinkojen odotetun kasvun perusteella
lasketaan tuleville osingoille nykyarvo. Tällöin osakkeenarvo on osinkojen nykyarvo. (Leppi-
niemi 1999, 26.)

Osinkoperusteista mallia arvonmäärityksessä käytettäessä käyttökelpoisin tapa on arvioida
tulevat osingot niin pitkälle eteenpäin, kuin se luotettavasti on mahdollista. Siitä eteenpäin
osinkojen kasvuvauhti arvioidaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

3.5 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on niin ikään tilinpäätöksen tietoihin perustuva arvonmääritysmalli. Lisäarvomallin lähtökohtana on käyttää osinkojen sijasta laskentaperusteena yrityksen voittoja. Lisäarvomallissa yrityksen arvo määräytyy oman pääoman ja siitä saatavien lisävoittojen mukaan. Diskonttaus tekijänä käytetään oman pääoman tuottovaatimusta. Yrityksen lisävoitto tarkoittaa arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotusta. Lisävoitto kertoo miten paljon enemmän yritys pystyy tuottamaan voittoa, sijoittajien vaatiman määrän lisäksi. Käytännössä positiivinen lisävoitto tarkoittaa, että yritys pystyy tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoittelulle omalle pääomalle sijoittajan tuottovaatimusta enemmän. Lisäarvomallissa käytetään hyväksi tulosennusteita ennustettujen osinkojen tai kassavirtojen sijaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 119-121.)

Voittoon perustuvissa malleissa tulevia tuottoja ei arvioida osinkojen perusteella, vaan yrityksen tulevien voittojen perusteella. Yleensä tulevia voittoja arvioidaan budjettien avulla sekä toteutuneiden voittojen perusteella. Jäljempänä työssä käsitellään vielä tarkemmin eri voittoon perustuvia malleja. (Leppiniemi 1999, 26-27.)

3.6 Kassavirtaperusteinen malli ja vapaan kassavirran menetelmä

Kassavirtaperusteisen mallin käyttö arvonmäärityksessä on perusteltua sillä kassavirtaperusteisessa mallissa tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Virallisissa tilinpäätöksissä on nimittäin useita tekijöitä, jotka vaikuttavat tilinpäätöksen tulokseen. Tällaisia harkinnanvaraisuuksia ovat esimerkiksi tulojen ja menojen jaksottaminen eri tilikausille. Erityisen yleisiä ovat käyttöomaisuuden investointimenojen jaksotukset poistoina sen pitoajalle. Muita tilinpäätöksen tulokseen vaikuttavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohton tuloksenjärjestely tai muut lain sallimat tilinpäätöksen joustokohdat. Kassavirtalaskelmissa seurataan ainoastaan rahan liikkeitä. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-108.)

Kuten osinkoperusteisessa mallissa myös kassavirtaperusteisen mallissa yrityksen arvo on yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo (Kallunki & Niemelä 2004, 108). Erilaisia kassavirtalaskelma malleja on useita, mutta tässä työssä käsitellään niistä yleisintä, eli niin sanottua vapaan kassavirran mallia (free cash flow FCF).

Vapaakassavirtamallissa oletetaan että pääomarakenne on velaton eli velasta aiheutuvia korkomaksuja ei ole, eikä niistä siten aiheudu verovähennysoikeutta. Ne eivät siis vähennä verojen määrää. (Kallunki & Niemelä 2004, 108.)

Vapaan kassavirran mallilla voidaan määritellä joko oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Oman pääoman arvoa ilmaistaan lyhenteellä FCFE eli free cash flow to equity. Koko yrityksen arvoa puolestaan ilmaistaan kirjainyhdistelmällä FCFF eli free cash flow to firm. Pääsääntönä pidetään, että näistä malleista valitaan se kumpi on helpoimmin sovellettavissa. (Kallunki & Niemelä 2004, 109.)

3.6.1 FCF eli vapaa kassavirta

Oman pääoman arvo lasketaan diskonttaamalla yrityksen vapaa kassavirta oman pääoman kustannuksilla. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä osuutta, joka kuuluu osakkeenomistajille. Eli kassavirtaa vähennettynä kaikilla liiketoiminnan kuluilla sekä veroilla ja koroilla. Yhtälö on kuvattu seuraavassa kuviossa numero 2. (Kallunki & Niemelä 2004, 109)

$$\text{Oman pääoman arvo} = \frac{\text{FCF}}{1 + \text{Oman pääoman kustannukset}}$$

Kuvio 2. FCF Yhtälö. (Kallunki & Niemelä 2004 109.)

3.6.2 FCFF

Mikäli yrityksen rahoitusrakenteessa on oletettavissa suuria muutoksia on FCFF malli parhaiten soveltuva. Mallissa ei tarvitse ottaa huomioon vieraan pääoman erissä korkoja eikä lyhennyksiä. Tästä johtuen FCFF malli on vähemmän herkkä ennustusvirheille. (Kallunki & Niemelä 2004, 109)

Koko yrityksen arvoa laskettaessa diskontataan yrityksen odotetut vapaat kassavirrat nykyhetken pääoman keskimääräiskustannuksilla. Pääoman keskimääräiskustannuksista käytetään lyhennettä WACC (weight average cost of capital). Koko yrityksen vapaa kassavirta saadaan toimintaan liittyvien kulujen ja verojen vähentämisen jälkeen. Koko yrityksen vapaata kassavirtaa laskettaessa ei oteta huomioon vieraan pääoman maksuja eli rahoituskuluja, kuten korkomaksuja tai osinkoja. Vieraan pääoman kulut ovat otettu huomioon diskonttaustekijänä käytettävässä WACCssa. Kokoyrityksen arvon laskeminen on kuvattuna alla olevassa kaaviossa. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-109)

$$\text{Koko yrityksen arvo} = \frac{\text{FCFF}}{1 + \text{WACC}}$$

Kuvio 3. FCFF Yhtälö. (Kallunki & Niemelä, 2004 107-109.)

3.6.3 WACC

WACC:a käytetään yleensä diskonttauskoron tavoin arvioitaessa pääomainvestointien kannattavuutta. Diskonttauskorolla pyritään ottamaan huomioon rahan aika-arvo. Wacc:ia käytetään yksittäisten projektien arvioinnin lisäksi myös yrityskauppojen ja -yhdistymisten arvioinnissa. Yrityksen kassavirtojen ennustaminen ja diskonttaus nykyarvoon on yksi vaikeitten luotettavasti arvioitavista seikoista. Yrityksen WACC on oikea diskonttaus korko silloin kun yrityksen velkaantumissuhde voidaan olettaa pysyvän suhteellisen vakiona. (Ross, Westerfield & Jaffe 2002, 550.)

3.6.4 Tyypillisen tuloksen menetelmä

Tyypillisen tuloksen menetelmää käytettäessä tulokseksi saadaan eräänlainen kokonaiskuva tulevaisuuden keskimääräisistä tuloksista. Se ilmaisee siis keskimääräisen tuloksen trendin. Tyypillinen tulos saadaan tuloslaskelman tietoja hyväksikäyttäen. Liikevaihdosta vähennetään varsinaiset liiketoiminnan kuluerät, kuten esimerkiksi ainekäyttö, henkilöstökulut, liiketilat ja muut kulut. (Asiakastieto 2006)

3.7 Goodwill eli liikearvo

Yrityksen arvo on yleensä suurempi kuin pelkästään sen osien arvo. Eli yrityksen arvo toimivana organisaationa on suurempi kuin yksittäisten tuotantotekijöiden arvojen yhteenlasketusumma. Tätä toimivan organisaation luomaa lisäarvoa Leppiniemi kutsuu toimintansa avulla luomaksi synergiaksi. Tätä synergian luomaa lisäarvoa kutsutaan niin sanotuksi Goodwill arvoksi. Goodwill voidaan laskea tuottoarvon ja substanssiarvon erotuksella, kuten kuvioista 4 näkyy. Synergiaan vaikuttavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi organisaatio, työntekijöiden erityisosaaminen, tietotaito, liikkeenjohdollinen osaaminen, hankinta- ja asiakassuhteet ynnä muut tekijät. (Leppiniemi 1999, 63.)

<p>Goodwill = Tuottoarvo - Substanssiarvo</p>

Kuvio 4. Goodwill yhtälö. (Leppiniemi 1999, 63.)

3.8 Lopullinen laskennallisen arvon määrittely

Yrityksen laskennallisen arvon määrittämisessä on hyvä käyttää apunaan monia eri arvonmäärittelytapoja. Useat tahot ehdottavatkin että lopullisen arvon löytämiseksi olisi hyvä yhdistää

eri arvonmäärittystapoja. Esimerkiksi Suomen Asiakastieto Oy kehottaa laskemaan tuottoarvon ja substanssiarvon painotetun keskiarvon. Asiakastieto painottaa materiaalissaan myös herkkyysanalyysin tärkeyttä. (Asiakastieto 2004.) Herkkyysanalyysi mittaa kyseessä olevan arvion herkkyyttä sen muuttujien muutoksille. (Wikipedia 10.3.09, Leppiniemi 31.)

4 Tutkimus

Tutkimus on opinnäytetyötä varten tehty arvonmäärittäminen Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimuksessa pyritään selvittämään luotettavasti ja realistisesti Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo. Tutkimus toteutetaan substanssiarvoa ja tuottoarvoa laskemalla.

4.1 Tutkimusongelma

Mikä on case yrityksen arvo? Miten nykyinen taloustilanne vaikuttaa tuleviin tuottoihin ja sitä kautta nykyarvoon? Mikä on paras tapa määrittää yrityksen arvo Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa?

4.2 Case-yritys Checkpoint Systems Finland Oy

Checkpoint Systems on kansainvälinen Yhdysvaltalaisyritys, jolla on useita tytäryhtiöitä Euroopassa, Pohjois- ja Etelä-Amerikassa sekä Aasiassa. Suomessa toimivan tytäryhtiön nimi on Checkpoint Systems Finland Oy. Checkpoint Systems on vähittäismyyntialan turvajärjestelmien toimittaja ja valmistaja. Suomen tytäryhtiö myy ja asentaa vähittäismyyntialalla toimiville asiakkailleen muun muassa tuotesuojausta, valvontakameroita, valaistusratkaisuja, opasteita, teippauksia, etikettejä, tulostusjärjestelmiä sekä viivakoodijärjestelmiä. Yhtiön pääpaino on kuitenkin hävikin vähentämiseen tähtäävien kokonaisratkaisujen tarjonnassa. Checkpoint Systems Finland Oy on ollut aikaisemmin osa Esselte konsernia, mutta sittemmin siirtynyt Checkpoint Systemsin omistukseen. Yhtiö on toiminut eri nimillä Suomen markkinoilla jo parikymmentä vuotta. Yrityksellä on Suomessa erittäin vahva jalansija. Omien arvioidensa mukaan Checkpoint Systems Finlandilla on tällä hetkellä n. 70% markkinaosuus Suomen markkinoista. Checkpoint Systems Finland onkin hyvin toimiva ja terveelle pohjalle rakennettu yhtiö. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Systems Europe 2009.)

Vuoden 2004 aikana Checkpoint alkoi uuden strategiansa mukaisesti luopua pienimmistä yhtiöistään ja myydä niitä toimivalle johdolle. Unkarissa ja Tsekin tasavallassa olevat yritykset myytiin 2006, Itävallan ja Slovakian liiketoimet myytiin 2007. Pohjoismaiden liiketoiminnan myymisestä on myös käyty neuvotteluja. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Systems Europe 2009)

4.2.1 Checkpoint Systems Finland Oy:n historia

Esselte Business Systems perustettiin ruotsalaisen Esselte Ab:n tytäryhtiöksi Suomeen. Nimi Esselte tulee kirjaimista SLT = Svenska Litografista Tryckeri.

Yhtiö kasvoi nopeasti yritysostoilla sekä kansainvälisesti, että Suomessa. Yhtiö oli jaettu kahden erilliseen divisioonaan Esselte Office ja Esselte Meto. Vuonna 1999 Esselte Ab irrotti Esselte Meton omaksi yritykseksi ja vei sen Tukholman pörssiin Meto Ab nimellä. Meto Ab:n päämarkkina oli vähittäiskauppa ja tuotteet olivat myynnin edistämiseen ja hävikin torjuntaan tarvittavia tuotteita ja palveluita. Suomessa jako tapahtui siten, että alkuperäinen Esselte jäi Metolle, joka myi Esselten muun liiketoiminnan uudelle Esselte Office Products Oy nimiselle yritykselle. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

Neljä kuukautta Meton pörssiin menon jälkeen amerikkalainen Checkpoint Systems teki tarjouksen Meton osakekannasta ja joulukuussa 1999 omistus siirtyi Checkpoint Systemsille. Checkpoint Systemsin päätoimiala on vähittäiskaupan hävikin torjunta, josta muodostui myös yhdistetyn Checkpoint Meton päätoimiala. Vuonna 2001 Checkpoint Meto osti omien tuotteiden maahantuontiliiketoiminnan Thomeko Oy:ltä. Vuonna 2004 myytiin Esselte Meton aiemmin ostama etikettipaino. Samalla luovuttiin muustakin tuotannosta Suomessa. Teippituotanto ja asennukset siirtyivät Mainossulka Oy:lle joka myöhemmin myi liiketoimensa Mainossalo Oy:lle. Vuonna 2006 Yhtiön nimi muutettiin Checkpoint Systems Finland Oy:ksi (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

4.2.2 Asiakaspohja ja kilpailijat

Checkpoint on markkinajohtajana pitänyt markkinaosuutensa hyvin päivittäistavarakaupassa ja onnistunut uusien tuotteidensa markkinoinnissa. Vuonna 2009 arviolta 28% myynnistä tulee uusista, kahden vuoden sisällä esitellyistä tuotteista. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

Hintakilpailu on kiihtynyt ja sen odotetaan kovenevan jatkossakin. Tuotesuojaukseen on tullut uusi aggressiivinen ruotsalainen kilpailija, joka pyrkii hankkimaan markkinaosuutta hintoja laskemalla. He ovat onnistuneet lähinnä vaatekaupoissa. Muut kilpailijat ovat pienyrityksiä, jotka pystyvät sopeuttamaan toimintaansa nopeasti. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

Opasteiden ja miljöörakentamisen hintakilpailu on viime vuosina ollut erittäin kovaa. Tarjouskilpailuihin on tullut mukaan uusia yrityksiä, sillä kuvatulosteiden tekijöiltä ja rakennusteolli-

suudesta vapautuu kapasiteettia jolle etsitään käyttöä. Pienenevät markkinat ovat aiheuttaneet hintojen laskua, koska vähenevistä kohteista taistellaan yhä kovemmin. Alalle kasvoi kapasiteettia vahvan kasvun vuosina 2005 - 2008. Nykyisillä laskevilla markkinoilla on näin ollen kapasiteettia enemmän kuin olisi välttämätöntä. Logistiikka ja uusien tuoteryhmien tuominen kokonaispakettiin tulevat olemaan Checkpointille tärkeä kilpailukeino tulevina vuosina. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint europe 2009)

4.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimusmenetelminä käytetään kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia menetelmiä. Tutkimus on toteutettu tilinpäätöstietoja analysoimalla, sekä ajankohtaista tietoa markkinoista ja yleisestä talouden kehityksestä hyväksikäyttäen. Arvonmääritystutkimus perustuu tilinpäätöstietojen analysointiin, Checkpoint Systems Finlandin tulosenusteisiin, toimialan yleisiin tulevaisuuden näkyisiin ja maailmantalouden vaikutusten arviointiin. Tutkimuksen kvantitatiivista osuutta edustaa taloudellinen analyysi. Taloudellista analyysiä on käsitelty tarkemmin kappaleessa 3.2.1. Tutkimuksen kvalitatiivista puolta edustavat haastattelut ja liiketoiminnan analyysi. Pohdinnassa on muun muassa analysoitu yrityksen toimintaa, toimintaympäristöä, asiakkaita, tulevaisuuden näkymiä ja markkinoita.

Tutkimuksen kvantitatiivisen osuuden perustana on käytetty tilinpäätöstietoja. Tilinpäätöstiedoista on laskettu yrityksen arvonmäärityksen kannalta keskeisimpiä tunnuslukuja. Lasketut tunnusluvut ovat valittu tutkimuksen teoriaosuuden yhteydessä läpikäydyn kattavan lähdeaineiston perusteella. Tunnuslukuja voidaan hyödyntää muun muassa yrityskauppojen suunnittelussa ja yrityksen arvonmäärityksessä.

Arvonmääritysmalli perustuu voittoihin perustuvan tuottoarvon ja substanssiarvo pohjalta tehtyyn arvonmääritysprosessiin. Tutkimuksessa määritettävä Checkpoint Systems Finlandin markkina-arvo saadaan taseen substanssiarvon ja nykyhetken diskontattujen tulevien tuottojen yhteenlaskettuna summana. Nykyhetken diskontuilla tulevilla tuotoilla tarkoitetaan Checkpoint Systems Finlandin tulevaisuudessa saamien lisätuottojen nykyarvoa. Tulevaisuuden tuottoarvoja laskettaessa tutkimuksessa analysoitiin liikevaihto, liikevaihdon kasvuprosentti, nettotulos, nettotulosprosentti sekä tulevaisuudennettotuottojen nykyarvo.

Tutkimukseen valitut tunnusluvut ovat SIPO% (sijoitetun pääoman tuotto prosentti), OPO% (oman pääoman tuotto prosentti), omavaraisuusaste prosentti, Gearing% (velkaantumisaste prosentti), P/E-luku, P/B-luku, EV/EBIT-luku. P/E-lukua käytetään usein pörssiyritysten arvonmäärityksessä ja keskinäisessä vertailussa. P tarkoittaa yrityksen markkina-arvoa. Koska Checkpoint Systems Finland ei ole pörssiyritys ei sillä ole myöskään pörssissä noteerattua

markkina-arvoa. Tästä syystä markkina-arvona on käytetty 10 vuoden tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa, eli tuottoarvoa.

5 Tulokset

Viidennessä luvussa on haluttu esittää ainoastaan tutkimuksessa saadut keskeisimmät tulokset. Tuloksiin johtaneet laskukaavat ovat avattuina liitetiedoissa. Tulosten tarkempi tarkastelu ja niistä tehtävä tulkinta on suoritettu kuudennessa luvussa.

5.1 Tunnusluvut

TL	2005	2006	2007	2008	Keskiarvo	Mediaani
SIPO%	0,10 %	1,30 %	2,96 %	4,32 %	2,17 %	2,13 %
OPO%	0,12 %	1,56 %	5,30 %	8,04 %	3,76 %	3,43 %
OMAVARA ISUUSAS TE%	87 %	84 %	87 %	86 %	86 %	86 %
GEARING %	-17 %	-10 %	-9 %	-18 %	-13 %	-13 %
P/E	304,42	23,59	6,56	3,98	84,64	15,08
P/B	2,84	-66,28	7,38	2,58	-13,37	2,71
EV	3245387	3245387	3245387	3245387		
EV/EBIT	-36,33	-94,28	8,38	4,11	-29,53	-16,11

5.2 Ennusteisiin perustuva voittojen tuottoarvo

	2009	2010	2011	2012	2013
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo	645132,74	441694,73	399196,89	352044,95	311544,20
Yrityksen tulevaisuuden tuottojen kumuaatiivinen kehitys	645132,74	1086827,47	1486024,37	1838069,32	2149613,52
	2014	2015	2016	2017	2018
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo	275702,83	243984,81	215915,76	191075,89	169093,71
Yrityksen tulevaisuuden tuottojen kumuaatiivinen kehitys	2425316,35	2669301,16	2885216,92	3076292,82	3245386,53
5v tuottojen nykyarvot yht:					2149613,52
10v tuottojen nykyarvot yht:					3245386,53
YRITYKSEN MARKKINA-ARVO (tulevaisuuden tuottojen nykyarvo + substanssiarvo)					4501237,23

6 Oma pohdinta ja tulosten tarkastelu

Kuudennessa luvussa käsitellään saatuja tutkimustuloksia. Tutkimustuloksiin johtaneet laskutoimitukset ovat avattuina liitetiedoissa. Tutkimuksen perusteena on käytetty lähteistä kerättyä teorian tietoa sekä tilinpäätöstietoja. Seuraavat kappaleet sisältävät omaa pohdintaa tulokista ja niihin johtaneista tutkimusmenetelmistä.

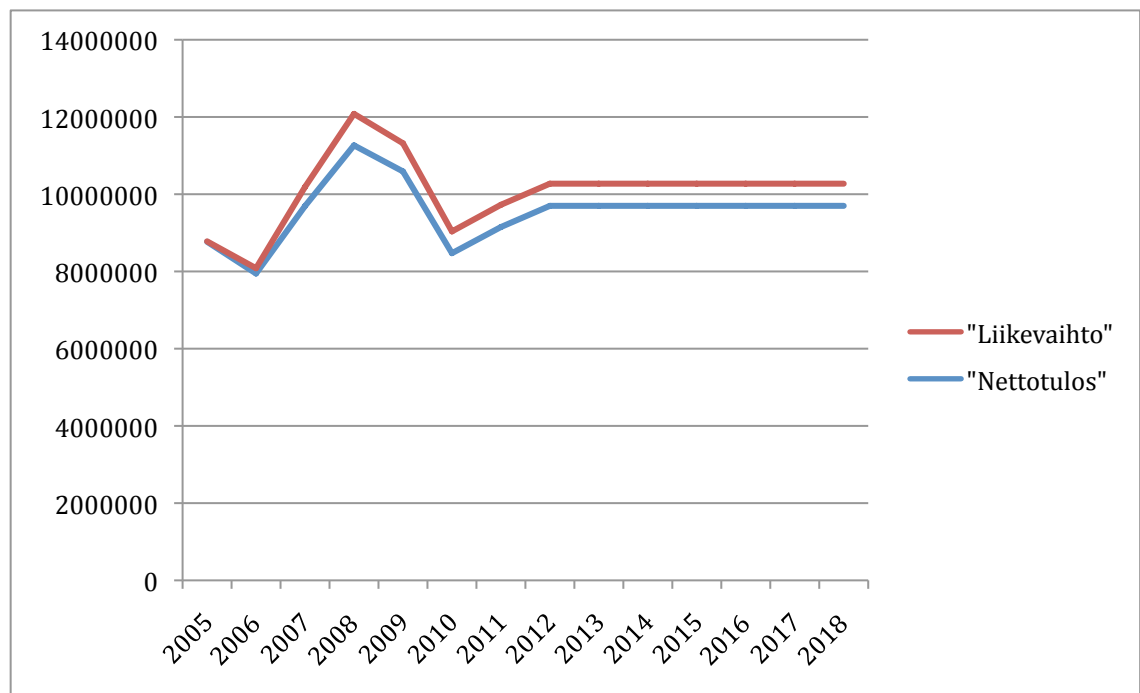
Kuudennessa luvussa on pyritty selvittämään saatujen tutkimustulosten merkitystä yrityksen toiminnalle. Luvussa on pyritty tekemään omaa tulkintaa lukujen muodostumiseen vaikuttavista tekijöistä ja saatujen arvojen keskinäisistä suhteista. Saadut arvot ovat samansuuntaisia eivätkä ole varsinaisesti ristiriidassa keskenään. Luvussa on pyritty tekemään johtopäätöksiä saatujen tutkimustulosten perusteella.

6.1 Liikevaihto

Checkpoint Systems Finlandin liikevaihto on pienentynyt vuosien 2005 ja 2006 välisenä aikana 9 %. Liikevaihdon vähentymisestä huolimatta liikevoitto ja nettotuotot ovat kasvaneet reaalisesti eli tosiasiallisesti kyseisenä ajankohtana. Liikevaihto näyttää kuitenkin kääntyneen vahvaan kasvuun vuoden 2006 jälkeen. Vuonna 2007 liikevaihto kasvoi 22 % edellisestä vuodesta ja vielä seuraavanakin vuonna 2008 liikevaihto jatkoi kasvuaan 16 prosentilla.

Myymälärakentaminen kasvoi nopeasti vuodesta 2005 aina vuoden 2008 lopulle asti. Hypermarketteja, Keskon Citymarketteja ja SOK:n Prismoja rakennettiin vilkkaasti kyseisinä vuosina. (Saarinen, 2009) Uusien kauppakeskusten avaaminen näiden vuosien aikana on omalta osaltaan vaikuttanut Checkpoint Systems Finlandin liikevaihdon kasvuun vuosina 2006-2008.

Arviot tulevaisuuden liikevaihdosta pohjautuvat Checkpoint Systems Finlandin LRP-arvioihin (Long Range Planing). Tutkimuksen mukaan näyttäisi todennäköiseltä, että liikevaihto tulee jälleen pienenevään hieman seuraavien vuosien 2009 ja 2010 aikana. Liikevaihdon pienene- miseen vaikuttaa omalta osaltaan maailmantalouden laskusuhdanne ja sen markkinoille mu- kanaan tuoma epävarmuus. Tutkimus kuitenkin viittaa siihen, että liikevaihdon pieneminen ei ole yhtä rajua kuin aikaisempina vuosina ja että liikevaihto alkaisi kasvaa jälleen vuoden 2010 jälkeen. Oheisessa kaaviossa on kuvattu liikevaihdon ja nettotuloksen kehitystä vuosina 2005-2008. Jäljempänä kaaviossa on myös graafisesti esitettyä tutkimukseen perustuvat arviot liikevaihdon kehitykselle vuosina 2009-2018. Vuoden 2012 jälkeen kehityksen on arvioi- tu pysyvän entisellään sillä luotettavien ennustusten tekeminen pidemmälle, arvonmääritys- prosessia varten, on miltei mahdotonta.



Kuvio 5. Liikevaihdon kehitys.

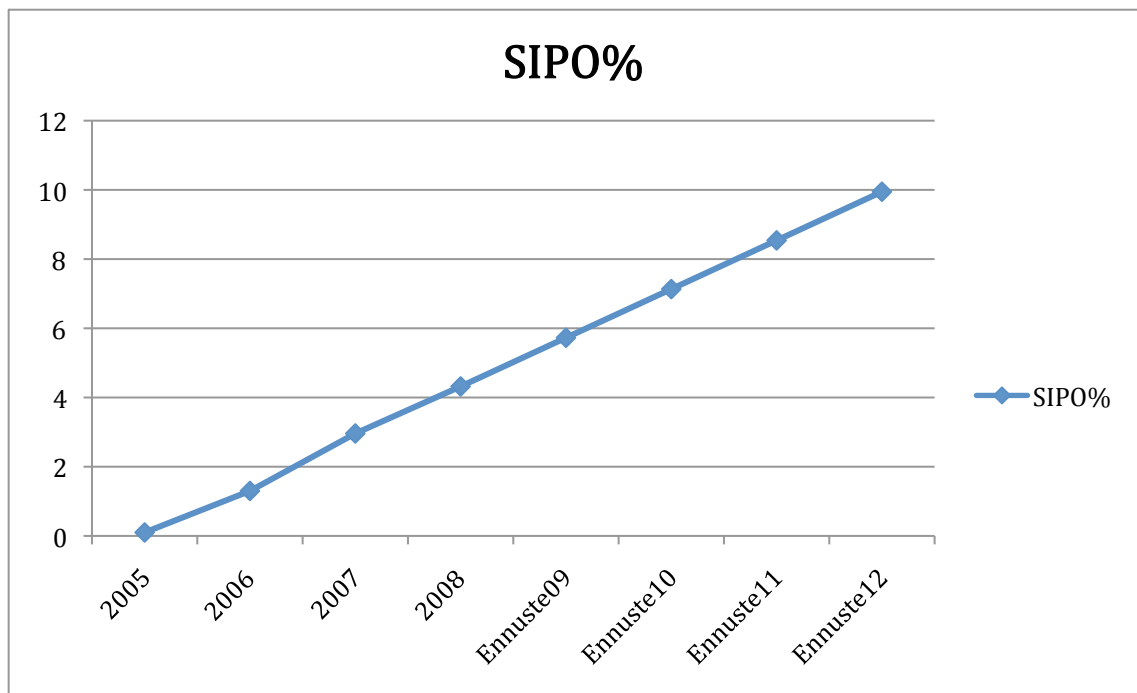
6.2 Kannattavuus

Kannattavuutta on pyritty arvioimaan sijoitetun pääoman tuottoa ja oman pääoman tuottoa laskemalla. Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan yrityksen kannattavuuteen vaikuttaneita tekijöitä.

6.2.1 Sijoitetun pääoman tuotto

Sijoitetun pääoman tuotto on kasvanut tasaisesti vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana. Vaihteluväli on ollut 0,1:n ja 4,32:n prosentin luokkaa. Vuoden 2008 SIPO%:a 4,32 voidaan pitää alhaisena. Yleisesti SIPO:n arvioinnissa lähtökohtana pidetään sitä, että saadun tunnusluvun tulisi ylittää vallitseva vähäisen riskin korkotaso muutamalla prosentilla (Taloustieto, 2009). Tämä on loogista. Sillä jos saatu korko sijoitetulle pääomalle on parempi tilillä, kuin yrityksen liiketoimintaan sijoitettuna, on kannattavampaa valita helpompi ja riskittömämpi vaihtoehto. Tällä hetkellä riskitöntä tuottoa saa esimerkiksi pankkitililtä 1-1,4% (FIM, 2010).

Vaikka sijoitetun pääoman tuotto on ollut vuosien 2005 ja 2008 aikana heikko, on se kuitenkin ollut kasvusuuntainen. Sijoitetun pääoman tuotto on kasvanut tasaisesti jokaisena vuonna tarkasteltavana ajankohtana. Otanta on ainoastaan neljän vuoden ajalta, mutta siitä voidaan johtaa trendi. Trendi on selvästi nouseva, joten Checkpoint Systems Finlandin SIPO% voidaan olettaa kasvavan tulevina vuosina. Hyvänä SIPO% voidaan pitää tuottoprosenttia joka on reilusti yli 10 %. SIPO% on kasvanut joka vuosi keskimäärin 1,4 prosenttiyksikköä. Jos oletetaan että myös tulevina vuosina SIPO% kasvaa 1,4 yksikköä, saavuttaa Checkpoint Systems Finland vuonna 2012 10 % tuoton sijoitetulle pääomalle. Seuraavasta kuviosta voidaan nähdä SIPO%:n noususuuntaisen kehityksen. SIPO% on ollut yrityksessä heikko, jos SIPO% kuitenkin jatkaa nykyistä kehitystään, tulee se olemaan hyvä jo vuonna 2012.



Kuvio 6. Sipo% kehitys.

6.2.2 Oman pääoman tuotto

Checkpoint Systems Finlandin oman pääoman tuotto prosentti on kasvanut niinkään tasaisesti vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana. Vuonna 2008 oman pääoman tuotto prosentti oli 8 prosenttiyksikköä. Oman pääoman tuotto prosenttin tavoiteltava taso riippuu tuotto vaatimuksesta. Oman pääoman tuotto prosentti ei välttämättä kerro yrityksen kannattavuudesta. Oman pääoman tuotto prosenttiin vaikuttaa herkästi velan määrä. Jos yritys nostaa vieraan pääoman osuutta taseessa, nostaa se samalla oman pääoman tuottoa. Olettaen tietysti että vieraan pääoman lisäys lisää myös tulosta. Oman pääoman osuus koko käytettävissä olevasta pääomasta pienenee, joten oman pääoman tuotto prosentti kasvaa. Suhteellisen pienen oman pääoman tuotto prosenttin selittää siis osaksi Checkpoint Systems Finlandin velattomuus.

6.3 Vakavaraisuus

Vakavaraisuuden arviointiin tutkimuksessa on käytetty omavaraisuusastetta sekä velkaantumisastetta eli Gearing lukua. Checkpoint Systems Finlandin omavaraisuusaste on huippuluokkaa. Yli viidenkymmenen prosentin omavaraisuusastetta voidaan pitää erinomaisena. Checkpoint Systems Finlandin omavaraisuusaste vaihteli vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana 84 % ja 87 % välimaastossa. Luonnollisesti myös Checkpoint Systems Finlandin gearing-prosentti eli velkaantuneisuusaste on erinomainen.

6.4 Tunnuslukujen tulkinta

Seuraavissa kappaleissa käydään yksityiskohtaisemmin läpi saatuja tunnuslukuja. Kappaleissa paneudutaan lukuihin ja pohditaan niiden syntyyn vaikuttaneita tekijöitä. Kappaleissa on pyritty tulkitsemaan saatuja lukuja ja niiden merkitystä.

6.4.1 P/E-luku

P/E-lukua käytetään yleensä pörssissä noteerattujen yritysten osakkeiden hintojen arviointiin. Yleensä matala P/E-luku tarkoittaa että yrityksen osakkeet ovat halpoja. Tällöin kuitenkin täytyy olettaa, että yhtiön tulos pysyy jatkossa samansuuruisena. Usein kuitenkin tällaisissa tapauksissa sijoittajat uskovat yrityksen tuloksen huononevan tulevaisuudessa. Korkea P/E-luku kertoo puolestaan siitä että sijoittajat odottavat yrityksen parantavan tulostaan tulevaisuudessa. Yritysten P/E-lukujen keskiarvo on yleensä 10-20 luokkaa. (Valuatum, 2009a)

Tässä tapauksessa, kun kyseessä on arvonmääritys, P/E-luvun tuottamaa informaatiota voidaan tarkastella hieman eri näkökulmasta. Saatu P/E-luku kuvaa tilannetta, jossa yrityksen osakkeen hinnan tilalla käytetään itse laskettua yrityksen markkina-arvoa. Markkina-arvo on

laskettu tuottoarvoa hyväksikäyttäen. Eli tässä tapauksessa P/E-luvulla voidaan arvioida onko saatu markkina-arvo halpa vai kallis hinta yrityksestä.

Tutkimuksessa Checkpoint Systems Finlandille saadut P/E-luvun arvot vaihtelevat eri vuosina hurjasti 300:n ja kolmen välillä. Luvuista voisi ymmärtää että saatu markkina-arvo olisi huippukallis vuonna 2005, mutta halpa vuonna 2008. Toisaalta P/E-lukua laskettaessa nimittäjänä käytetty markkina-arvo on jokaisena laskentavuotena sama. Markkina-arvona käytetty tuottoarvo on laskettu vuosien 2008-2018 arvoilla. Vuoden 2005 P/E-lukua laskettaessa olisi vertailtavuuden kannalta ollut parempi laskea tuottoarvo vuosien 2005-2015 arvoilla ja vuoden 2006, 2006-2016 arvoilla ja niin edelleen.

Vuosina 2007 ja 2008 Checkpoint Systems Finlandin P/E-luku on ollut 6,5 ja 4 yksikköä. Arvot ovat hyvin tyypillisiä. Aikaisempina vuosina yrityksen P/E-luku on saanut huomattavasti korkeampiakin arvoja. Tämä johtuu siitä että vuosina 2005 ja 2006 tilikausien voitto on ollut huomattavasti pienempi kuin seuraavina vuosina.

6.4.2 P/B-luku

P/B-luku kuvaa yrityksen markkina-arvon ja taseen substanssiarvon suhdetta, eli kuinka paljon yhtiön markkina-arvo on yli tai alle yhtiön varallisuuden kirjanpitoarvon. Käytännössä aina markkina-arvon tulisi olla yli yrityksen varallisuuden. Jos P/B-luku on 1 tarkoittaa se että, yhtiön markkina-arvo on sama kuin taseen substanssiarvo. P/B-luku liikkuu yleensä 3-6 tienoilta. Vuonna 2006 suomalaisten pörssiyritysten P/B-luvut olivat 0,5 ja 7 välillä keskiarvon ja mediaanin osuessa 2 ja 2,2 välille. (Valuatum 2009b)

6.4.3 EV/EBIT-luku

EV/EBIT-luku lasketaan suhteuttamalla yrityksen oman ja vieraan pääoman arvo yrityksen liikevoittoon. Luvun käyttö ja tulkinta ovat samankaltaiset kuin P/E-luvulla (Martikainen & Martikainen 2002, 158). EV/EBIT-luku ottaa huomioon yrityksen velan määrän paremmin kuin P/E-luku (Kallunki ym. 2007, 165).

Vuonna 2007 Checkpoint Systems Finlandin EV/EBIT-luku oli 8,4 ja vuonna 2008 4,0. EV/EBIT-luku on hyvin saman suuntainen kuin P/E-lukukin. Tähän vaikuttanee se ettei Checkpoint Systems Finlandilla ole velkaa. Saatua EV/EBIT-lukua voidaan pitää normaalitasoisena arvona yritykselta joka tekee kohtuullista tulosta (Taipale 2009).

6.5 Substanssiarvo

Tutkimuksen mukaan Checkpoint Systems Finlandin substanssiarvoksi vuoden 2008 lopussa muodostuu 1 250 000 euroa ($10\,149\,203 - 8\,093\,352,35 - 800\,000 = 1\,255\,850$). Taseen oma pääoma on tässä laskelmassa oikaistu poistamalla käteisvarat. Jos ajatellaan esimerkiksi yritysostoa, jota varten arvonmääritys tehdään, ei ole järkeä ostaa ikään kuin käteistä käteisellä. Eli tässä tapauksessa substanssiarvoa laskettaessa omasta pääomasta on vähennetty konsernisaatavat ja käteisvarat. Konsernisaatavat ovat varoja jotka Checkpoint Systems Finland on lainannut emoyhtiölle. Konsernisaatavia Checkpoint Systems Finlandilla on 8 093 300 euroa. Käteisvarat ovat vaihdelleet vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana noin 800 000 ja 2 100 000 euron välillä. Tästä syystä tutkimuksessa on käytetty olettaa, että liiketoiminnan ylläpitämistä varten käteistä kassassa täytyy olla vähintään 800 000 euroa jokaisena arvonmäärityshetkenä.

Suurin osa Checkpoint Systems Finlandin substanssiarvosta muodostuu vaihto-omaisuudesta eli varaston valmiista tuotteista (626 000 euroa). Seuraavaksi merkittävin erä ovat koneet ja kalusto (14 600 euroa).

6.5.1 Varaston arvo

Vaikka varaston arvo on yli kuusisataa tuhatta euroa on vaikea arvioida varmasti mikä varaston todellinen arvo olisi jos se realisoitaisiin kerralla. Realisointikuluja tutkimuksessa ei ole otettu huomioon. Todennäköisesti kuitenkin näin suuren varaston realisointikulut ovat myös huomattavat. Jos kuitenkin arvonmääritysprosessin lähtökohtana olisi yrityskauppa, voitaisiin tutkimuksen substanssiarvoa pitää luotettavampana, sillä varaston realisointi kuuluisi luontevana osana jatkavan yrityksen toimintaan. Näin ollen realisointikulut olisi otettu huomioon jo tuottoarvoa laskettaessa liiketoiminnan kulujen muodossa.

Checkpoint Systems Finlandin varasto sisältää vain myytäviä tuotteita. Varastossa ei ole raaka-aineita. Varasto pitäisi siis olla realisoitavissa kohtuullisen helposti. Checkpoint Systems Finlandin käytäntöön kuuluu, että jos tavaran kiertoaika varastossa on 160 päivää otetaan tuotteen arvosta 50% varaus. Jos kiertoaika on enemmän kuin vuosi, tehdään tuotteesta 100% varaus. Varaukset ovat kuin poistoja tuotteista, jotka oletetaan jäävän myymättä. Varaukset ovat otettu huomioon jo taseen varaston arvossa, eli taseen varastossa on vain ne tuotteet, joista varausta ei ole tehty. Tämä viittaa siihen, että substanssilaskelmaa ajatellen, varaston arvo taseessa on hyvin todellisuutta kuvaava.

6.5.2 Koneet ja kalusto

Substanssiarvon laskeminen on periaatteessa yksinkertaista, mutta varastonarvon todellinen määrittäminen tarvitsisi laajempia tutkimuksia. Tämän tutkimuksen substanssiarvon määrittämisen perusteena on käytetty tilinpäätöstietojen arvoja, jotka eivät välttämättä vastaa täysin todellisia arvoja. Esimerkiksi koneista ja kalustosta tehtävät poistot vaikuttavat substanssiarvoa vähentävästi. Yrityksillä on mahdollisuus tehdä lainsäädännön puitteissa poistoja oman harkintansa mukaan. Poistoja saatetaan tehdä omaisuudesta esimerkiksi verotuksellisista syistä. Näin ollen yrityksen koneiden ja kaluston jäännösarvo voi olla enemmän kuin tilinpäätöksestä saattaisi olettaa.

Checkpoint Systems Finlandin koneet ja kalusto koostuu kuitenkin pääasiassa tietotekniikasta. Tietotekniikka vanhenee nopeasti, joka näkyy jälleenmyyntihinnoissa. Ottaen huomioon Checkpoint Systems Finlandin kone- ja kalustokannan rakenteen, voidaan olettaa sen taseeseen arvostetun summan vastaavan reaaliarvoa.

Suurimmat laitteet, kuten kopiokoneet ja kymmenen kappaletta autoja ovat Checkpoint Systems Finlandilla leasing sopimuksella vuokrattuja. Vaikkakin leasing-menot ovat otettu jo huomioon tuloslaskelman kuluerissä, ja sitä kautta myös arvonmäärittämisprosessissa lasketussa tuottoarvossa, on muistettava, että esimerkiksi yrityskauppoja tehtäessä myös leasing-vastuu siirtyy ostajalle.

6.6 Tuottoarvo

Tutkimuksen mukaan Checkpoint Systems Finlandin kumulatiivinen tuottoarvo vuonna 2013 on noin 2 150 000 euroa ja vuoteen 2018 asti laskettuna tuottoarvoksi tulee noin 3 245 000 euroa. Tutkimukseen on eroteltu tuottoarvo viiden vuoden tähtäimellä ja kymmenen vuoden tähtäimellä. Erottelu on tehty sen vuoksi, että arvonmäärittäminen riippuu siitä miten pitkälle tulevia tuottoja halutaan arvostaa. Mielestäni kymmenen vuotta sopii laskentaperusteeksi Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa, sillä yritys on toiminut markkinoilla pitkään ja saavuttanut vahvan jalansijan Suomessa. On todennäköistä että yritys tulee jatkossakin olemaan tuottava. Tuottoarvoa laskettaessa tulevaisuuden tuotot ovat diskontattu nykyarvoon oman pääoman tuottoarvolla 13 %. On kuitenkin huomioitava että maailmantalouden nykytilanne on epävakaa, joten myös liiketoiminnan riskit ovat kasvaneet. Tästä johtuen tuottoarvo on laskettu myös suuremmalla oman pääoman tuottoarvolla. Jos diskonttaustekijänä käytetään 15 % kymmenen vuoden aikajaksolle saadaan tuottoarvoksi noin 3 000 000 euroa. Näin ollen Checkpoint Systems Finlandin tuottoarvo asettuu 3 000 000 ja 3 245 000 euron välille. On kuitenkin huomattava, että muita tunnuslukuja laskettaessa tuottoarvona on käytetty 13 % diskonttaustekijällä saatua tuottoarvon määrää 3 245 000 euroa.

6.6.1 Nettotulos ja nettotulosprosentti

Nettotulos on kasvanut vuosien 2004 ja 2008 välisenä aika tasaisesti. Vuonna 2008 nettotulosprosentti oli 7,24 %. Eli nettotulos oli kokonaisliikevaihdosta 7,24 prosenttia. Tämä on mielestäni kohtuullisen hyvä osuus tämän kokoluokan yritykseltä. Euromääräinen nettotulos vuonna 2008 oli 816 000.

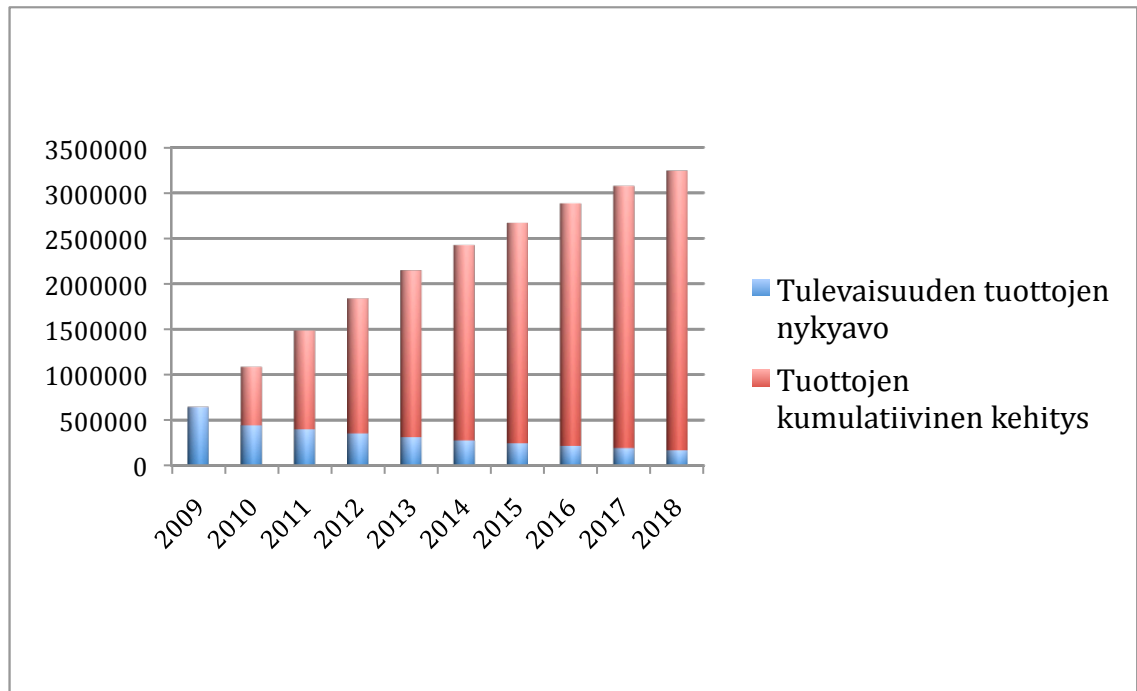
6.6.2 Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo

Tutkimuksessa arvioitiin tulevaisuuden tuottoja vuoteen 2018 asti. Tämä osuus tutkimuksesta on yksi tärkeimmistä arvonmääritysprosessissa. Kuitenkin yrityksen arvosta suurin osa muodostuu oletuksesta, että tulevaisuudessa yritys tuottaa voittoa. Se kuinka pitkälle tulevaisuuden voittoja arvioidaan on harkintakysymys.

Tulevaisuuden tuottoja on mahdoton ennustaa varmasti. Tulevaisuuden tuottoihin vaikuttavat monet tekijät, jotka eivät läheskään kaikki ole yrityksen itsensä suoranaudessa päätösvallassa. Markkinat, yhteiskunta tai ylipäänsä yrityksen toimintaympäristö eivät ole koskaan stabiilit. Tällaiset ulkopuoliset tekijät ovat haasteita, joihin yritys reagoi parhaansa mukaan. Seuraavassa kappaleessa käsitellään enemmän tulevaisuuden tuottoja ja niiden nykyarvoa.

Tutkimuksessa tarkasteltiin tulevaisuudentuottoja vuosien 2009 ja 2018 pituisella aikajänteellä. Tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa laskettaessa on käytetty diskonttaus tekijänä oman pääoman tuottovaatimusta 13 %. Tuottovaatimus perustuu Checkpoint Systems Finlandin sisäiseen pitkántähtäimen suunnitelmaan (LRP long range palning). Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvoksi tutkimuksessa muodostui 3 245 000 euroa 10 vuoden aikajänteellä.

Oheisessa kuviossa on kuvattu Checkpoint Systems Finlandin tuottoarvon kehitystä vuodesta 2009 vuoteen 2018.



Kuvio 7. Tulevaisuuden tuottojen nykyarvo ja niiden kumulatiivinen kehitys

6.7 Markkina-arvo

Tutkimuksen tarkoitus oli tehdä arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimuksen mukaan yrityksen markkina-arvoksi muodostuu 4 500 000 euroa. Yrityksen arvo muodostuu sen substanssiarvon ja tuottoarvon yhteenlasketusta summasta.

Kymmenen vuoden tulevaisuuden tuottojen nykyarvon ja tämänhetkisen substanssiarvon yhteenlaskettu summa antaa kuvan Checkpoint Systems Finlandin tämän hetkisestä arvosta. On huomioitava, että markkina-arvoa laskettaessa substanssiarvosta on eliminoitu käteisvarat ja konsernisaatavat. Tässä tutkimuksessa tehdyn arvonmäärityksen kannalta vain yrityksen kiinteä omaisuus ja tulevat tuotot ovat oleellisia. Eli minkä arvoinen yrityksen koneet, kalusto, varasto ja liiketoiminta ovat. Käteisvarat ja konsernisaatavat ovat oikaistu pois laskelmasta, sillä ne eivät kuvaa itse yrityksen ja liiketoiminnan arvoa. Ne kuvaavat yrityksen säästössä olevia käteisiä varoja.

6.8 Teorian painoarvo

Tutkimuksessa on käsitelty arvonmäärityksen teoriaa ja tehty käytännön laskelmia Checkpoint Systems Finlandin markkina-arvon selvittämiseksi. Arvonmäärityksellä olemme voineet selvit-

tää tilinpäätöstietojen ja käytössä olleen tiedon perusteella yrityksen teoreettinen hinta. Hinnaksi saatu 4,5 miljoonaa euroa on realistinen arvio Checkpoint Systems Finland Oy:n arvosta tällä hetkellä.

On kuitenkin hyvä muistaa, että vaikka 4,5 miljoonan arvo on perusteltavissa ja se voidaan pohjata faktoihin, arvon määrittää viimekädessä se jolta asiaa kysytään. Oikeastaan olisi varmasti paras erottaa termit teoreettinen arvo ja hinta. Jos ajatellaan tapausta, jossa Checkpoint Systems Finland olisi myynnissä. Voimme laskea teoreettisen arvon, mutta loppujen lopuksi todellisen markkinahinnan kertoo se, millä hinnalla yritys lopulta myydään. Hinta riippuu ennen kaikkea siitä miten arvokas yrityksen liiketoiminta on ostajalle. Ostajalla saattaa olla muita intressejä jotka tekevät yrityksestä ostajalle arvokkaamman, kuin sen teoreettinen arvo. Esimerkiksi kilpailijan ostaminen vähentää kilpailua ja voi tuoda synergiaedun, joka luo ostajalle enemmän arvoa. Myytävä yritys voi sisältää teknologiaa, tietotaitoa tai muita infrastruktuurisia etuja, joita perinteisillä arvonmääritys menetelmillä ei voida saada tietoon. Tällaisissa tapauksissa ostaja voi olla valmis maksamaan huomattavastikin suurempia summia kuin teoreettinen arvo antaisi ymmärtää yrityksen arvoksi.

Esimerkiksi vuonna 2007 Nokia osti karttayhtiö Navteqin. Kaupalla Nokia halusi vahvistaa asemiaan navigaattori markkinoilla ja kehittää paikkasidonnaisia palveluita. Jos Navteqin vuoden 2006 77 miljoonan euron nettotuloksesta lasketaan 13 % tuottovaatimuksella tulevaisuuden tuottojen nykyarvo kymmenen vuoden päähän, saadaan 1,6 miljardia euroa. Nokia kuitenkin katsoi Navteqin huomattavasti arvokkaammaksi. Nokia maksoi karttayhtiöstä peräti 5,7 miljardia euroa. (Nokia 2007; Rainisto 2007.)

Vaikka esimerkin mittaluokka on eri, antaa se kuvaa yrityksen arvonmäärityksen haasteista. Teoria on teoriaa ja todellisen markkina-arvon määrittää loppujen lopuksi ostaja, joka maksaa yrityksestä.

Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa ostajaa saattaisi kiinnostaa alalla tunnettu brändi. Checkpoint Systems Finland on oman alansa tunnetuin yritys Suomessa. Tällaiset seikat saattavat vaikuttaa myös yrityksestä maksettavaan hintaan.

6.9 Checkpoint Systems Finlandin tulevaisuuden näkymät

Kesällä 2008 markkinoihin iskenyt taantuma on vaikuttanut myös Checkpoint Systems Finlandiin. Vaatekauppa ja erikoiskauppa ovat alkaneet sopeutua uuteen tilanteeseen, joka näkyy Checkpoint Systems Finlandin tilauskannassa. Uusien kauppakeskusten suunnittelu on laitettu jäihin. Kuitenkaan markkinoiden suurimmat toimijat Kesko ja SOK eivät ole luopuneet aiemmista suunnitelmistaan ja jatkavat myymäläverkkoon investointia. Kesko ja SOK toimivat päi-

vittäistavarakaupan alalla. Päivittäistavarakaupan puolella taantuma ei ole vielä näkynyt ja alan kehitys on ollut juuri ja juuri positiivista. Checkpoint Systems Finlandin liikevaihdosta suurin osa tulee päivittäistavarakaupasta, joten maailmantalouden vaikutukset ovat kohdelleet yritystä hieman pehmeämmin. On kuitenkin muistettava, että markkinoiden muutosten vaikutukset näkyvät yrityksessä pienellä viiveellä. (SOK 2009; SOK 2009; Kesko 2009; Klippi 2009; Checkpoint Systems LRP 2009.)

Myymläarakentaminen supistuu vuonna 2009 n.10 % edellisen vuoden tasosta. Aloitettut projektit valmistuvat vuoden 2009 loppuun ja uusia myymäläarakentamisen suunnitelmia on tehty edellisvuotta vähemmän. (Klippi 2009)

Vuonna 2010 myymäläarakentamisen oletetaan supistuvan n.15% edellisestä vuodesta. Kuitenkin SOK kertoo jatkavansa investointisuunnitelmiansa ja heidän investointibudjettinsa on samaa luokkaa kuin vuonna 2008. Kesko on ilmoittanut investointiensa laskevat hieman, mutta ei lopettavansa investointia kokonaan. SOK ja Kesko taistelevat keskenään ruokakaupan markkinaosuuksista ja siinä myymäläverkoston ylläpito on tärkeä elementti. Tämä on Checkpoint Systems Finlandin edun mukaista, sillä molemmat ovat yrityksen isoja asiakkaita. SOK rakentaa uusia Terra myymälöitä tulevaisuudessa. Terra on rautakauppa, josta suunnitellaan kilpailijaa Keskon K-raudoille. (SOK 2009, SOK 2009, Kesko 2009, Klippi 2009, CSF LRP 2009)

Vaikka uusia myymälöitä ei rakennettaisi tulevaisuudessa samaan tahtiin kuin edellisinä vuosina, Checkpoint Systems Finland tulee saamaan myyntiä edelleen korjausrakentamisesta. Laitteistoa ja myymälöitä joudutaan uusimaan vaikkei uusia myymälöitä rakennettaisikaan.

6.10 Maailmantalouden vaikutukset

Maailmantalouden vaikutukset näkyvät välillisesti myös Checkpoint Systems Finlandin toiminnassa. Suhdanteet vaikuttavat asiakkaiden investointihalukkuuteen ja varovaisuus saattaakin vähentää tulevaisuudessa myös Checkpoint Systems Finlandin myyntiä. Checkpoint Systems Finlandin tärkeimmät asiakkaat ovat kuitenkin markkinoiden suurimpia ja vakaimpia yrityksiä. Checkpoint Systems Finlandin tärkeimmät asiakkaat ovat Kesko, S-Ryhmä ja Tuko. Maailmantalouden vaikutukset näkyvät viiveellä isojen päivittäistavaraketjujen toiminnassa. Myös valtion päätös alentaa ruoan arvonlisäveroa on antanut osaltaan piristystä päivittäistavaraketjujen liiketoiminnalle.

Checkpoint Systems Finlandin tärkeimmillä asiakkailla on käynnissä olevia projekteja, joita ei ole laitettu jäihin maailmantalouden heilahteluista huolimatta. Myös suunniteltuja projekteja aiotaan edelleen toteuttaa tulevaisuudessa. Näin ollen maailmantalouden vaikutukset Check-

point Systems Finlandin liiketoimintaan näkyvät pidemmällä viiveellä, jolloin yrityksen on helpompi sopeutua niihin.

Maailmantalouden epävakaus on kuitenkin otettu huomioon Checkpoint Systems Finlandin arvonmäärityksessä. Tuottoarvon laskemiseen käytettyä diskonttaustekijää on korotettu liiketoiminnanriskien kasvettua. Alun perin diskonttaustekijänä käytettiin oman pääoman tuottovaatimusta 13 %. Liiketoiminnanriskien kasvettua on kuitenkin perusteltua laskea tuottoarvo myös korkeammalla 15 % arvolla. Tällöin voidaan olettaa, että yrityksen todellinen tuottoarvo asettuu saatujen arvojen välimaastoon.

6.11 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimusta voidaan pitää luotettavana. Tutkimuksen toteuttamiseen on käytetty oikeita menetelmiä. Valitut menetelmät ovat perusteltuja ja useissa lähteissä hyväksi havaittuja. Arvonmääritys on kuitenkin teoreettista eikä ainoaa oikeaa vastausta voida antaa. Arvonmääritystutkimuksella voidaan ainoastaan antaa perusteltu näkemys yrityksen teoreettisesta arvosta. Lopullisen markkina-arvon määrittää viimekädessä aina ostaja. Arvonmäärityksen ongelmana on myös se että saadut arvot perustuvat pitkälle toteutuneihin tuottoihin ja arvioihin tulevaisuudesta. Tulevaisuuden tuottoja ja markkinoiden kehitystä on mahdotonta arvioida aukottomasti. Arvonmääritys saattaa myös vanhentua nopeasti. Laskelman perustana käytetään tilinpäätöksestä saatavia arvoja. Arvonmääritystä seuraavana vuonna voidaan vain verrata pitkö arviot tulevasta vuodesta paikkaansa verrattaessa uutta tilinpäätöstä. Tällaisissa tapauksissa arvonmäärityslaskelmia on helppoa muokata ajantasaisiksi.

6.11.1 Työn reliabiliteetti

Tutkimus vastaa asetettua tutkimusongelmaa. Tutkimuksen tarkoitus on tehdä arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimuksessa pyritään määrittämään yritykselle totuudenmukainen ja realistinen markkina-arvo. Tutkimuksessa on määritelty teoreettinen arvo Checkpoint Systems Finland Oy:lle. Tutkimuksessa käytetyt arvot ovat luotettavia ja todellista tilannetta kuvaavia.

6.11.2 Työn validiteetti

Valitut tutkimusmenetelmät ovat oikeita tutkimuksen käyttötarkoitukseen nähden. Substanssiarvo ja tuottoarvo antavat yhdessä tunnuslukujen kanssa kattavan kuvan yrityksen arvosta. Valitut tutkimusmenetelmät ovat yleisesti käytettyjä tutkimusmenetelmiä yrityksen arvonmäärityksessä. Substanssiarvo kertoo yrityksen omaisuuden arvon. Tuottoarvo puolestaan kertoo yrityksen tulevaisuuden tuottojen nykyarvon.

Lähteet

- Blomquist, L., Blumme, N. & Simola, A-M. 1997. Duedilligence ja arvonmäärittäminen yrityskaupoissa. Jyväskylä: Gummerus.
- Brealey, R., Myers, S. & Marcus, A. 2001. Fundamentals of Corporate Finance. Boston: McGraw-Hill.
- Blumme, N., Pitkänen, T., Raunio, M. & Äärilä, L. 2001. Yritystoiminnan Uudelleenjärjestely. Helsinki: KHT-Media.
- Checkpoint Systems Finland Oy. 2009. LRP Long Range Planing. Yrityksen sisäinen selonteko.
- Checkpoint Systems Europe. 2009. About Checkpoint. [www-sivut]
<http://www.checkpoint.com/EUR/About/About_Checkpoint.aspx> Luettu 15.5.2009.
- Copeland, L., Koller, T. & Murrin, J. 2000. Valuation: Measuring and managing the value of companies. USA: McGraw-Hill Companies Inc.
- FIM. 2009. Yleistä. [www-sivut]
<<https://www.fim.com/suomi/bank/bank>> Luettu 2.2.2010.
- Funda Games Oy. 2007. Pelissä käytettävät tunnusluvut. [www-sivut]
<http://www.osakekortit.fi/index_tiedostot/Page446.htm> Luettu 16.2.2009.
- Kallunki, J-P. & Kytönen, E. 2002. Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Helsinki: Talentum.
- Kesko. 2009. Tulevaisuuden näkymät. Tilinpäätös 2008. Tiedote. [www-sivut.]
<http://www.kesko.fi/index.asp?id=C8F926B0E7054CFE8893C73D379DAF27&data=1,URL,http://www.kesko.fi/modules/page/show_page.asp?id=141027A482D346968C33A3E78D843093&laytmp=kesko2005> Luettu 24.10.2009.
- Kettunen, A. 2010. Lehtori. Laurea-ammattikorkeakoulu. Puhelinkeskustelu 18.1.2010.
- Klippi, P. 2009. Business manager. Checkpoint Systems Finland Oy. Haastattelu 23.1.2009.
- Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo. Helsinki: Talentum.
- Martikainen, T. & Martikainen, M. 2002. Rahoituksen perusteet. Porvoo: WS Bookwell.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2002. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Edita.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2003. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Edita.
- Nokia. 2007. Nokia ostaa NAVTEQin. Lehdistötiedote. [www-sivut]
<<http://www.nokia.fi/nokia/lehdisto/tiedotteet/tiedotteet?newsid=1157197>> Luettu 20.11.2009.
- Rainisto, S. 2007. Nokia aarrekartalta löytyi miljardisaalis. Talentum. [www-sivut]
<http://www.talentum.com/doc.ot?d_id=532335> Luettu 20.11.2009.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. 2002. Corporate finance. Boston: McGraw-Hill.
- Saadouni, B., Briston, R., Mallin, C. & Rob Bie, K. 1996. Security price reaction to divestments by healthy and financially distressed firms: the case of MBOs. Applied Financial Economics, Vol. 6, no: 1, 85 - 90.

Saarinen, V. 2009. Managing Director. Checkpoint Systems Finland Oy. Haastattelu 27.7.2009.

SOK-yhtymä. 2009. Vuosikertomus 2008. [www-dokumentti]
<<http://www.digipaper.fi/sok-yhtyma/27408/>> Luettu 24.10.2009.

S-ryhmä. 2009. S-ryhmän päivittäistavara-kauppa kasvoi, investoinnit ennätystasolla. [www-sivut] <<http://mediapalvelu.s-kanava.fi/>> Luettu 20.10.2009.

Suomen Asiakastieto Oy. 2006. Onnistuneen yrityskaupan valmistelu ja toteutus. Jaettu luentomateriaali.

Taipale, T. 2009. P/e-luku vie sijoittaja harhaan. Talouselämä. [www-artikkeli]
<<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/article319279.ece>> Luettu 3.1.2010.

Teemu Aho Oy. 2009. Navita-ohjelmistot. [www-sivut]
<<http://www.teemuaho.fi/wwwteemuaho.nsf/pages/Navita-ohjelmistot>> Luettu: 27.7.2009.

Valuatum. 2001a. P/E -luku. [www-sivut]
<<http://www.valuatum.com/dictionary/PE.shtml>> Luettu 26.11.2009.

Valuatum, b. 2001b. P/BV -luku. [www-sivut]
<http://www.valuatum.com/dictionary/P_BV.shtml> Luettu 26.11.2009.

Wikipedia. 2009a. Diskonttaus. [www-sivut]
<<http://fi.wikipedia.org/wiki/Diskonttaus>> Luettu 6.5.09.

Wikipedia. 2009b. Tilinpäätös. [www-sivut]
<<http://fi.wikipedia.org/wiki/Tilinpäätös>> Luettu 2.9.2009.

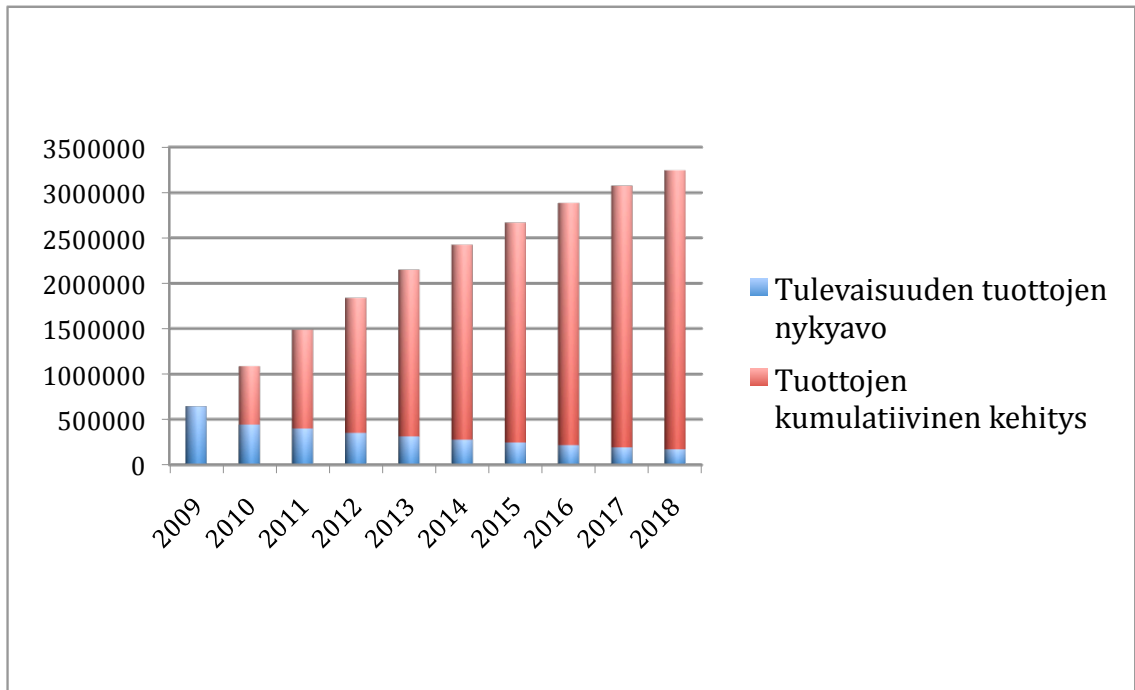
Liitteet

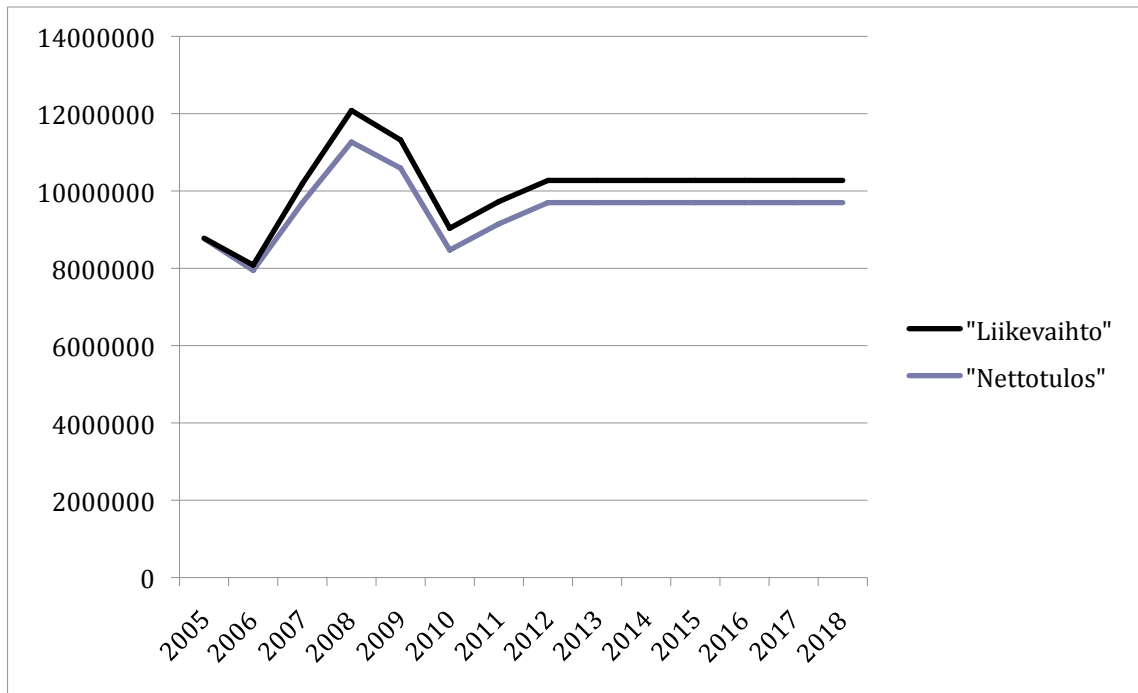
Liite 1. Checkpoint Systems Finland Oy:n tase 2004-2008	42
Liite 2. Checkpoint Systems Finland Oy:n tuloslaskelma 2004-2008.....	43
Liite 3. Tunnusluvut	44
Liite 4. Tulevaisuuden tuottoarviot.....	45
Liite 5. Tulevaisuuden tuotot (graafinen kuvaus)	46
Liite 6. Liikevaihdon kehitys (graafinen kuvaus).....	47
Liite 7. Sijoitetun pääoman tuotto trendi	48
Liite 8. Sijoitetun pääoman tuotto trendi (graafinen kuvaus).....	49

TULOSLASKELMA	2004	2005	2006	2007	2008
LIKEVAIHTO	9630447,99	8768813,91	7945992,68	9693975,45	11265519,2
Liiketoiminnan muut tuotot	912,7	0	911,57	333,45	327,87
Materiaalit ja palvelut Aineet,tarvikkeet ja tavarat					
Ostot tilikauden aikana	5022502,77	4851107,72	4243954,37	5724452,27	6890870,6
Varastjen lisäys - /vähennys +	40285,08	24030,15	103264,13	71163,47	-139825,92
ulko puoliset palvelut	177060,32	163566,02	177932,41	238963,92	256366,66
	-5239848,17	-5038703,89	-4525150,91	-6034579,66	-7007411,34
Henkilöstökulut					
Palkat ja palkkiot	1581212,21	1519156,22	1347055,99	1217319,6	1273906,38
Henkilöstösivukulut					
Eläkekulut	272539,01	250078,35	217475,49	204666,47	224198,92
muuten henkilöstösivukulut	87582,42	85214,48	75354,61	70141,07	58583,5
	-1941333,64	-1854449,05	-1639886,09	-1492127,14	-1556688,8
Poistot ja muut arvonalentumiset					
Suunitelman mukaiset poistot	-1	-13000	-14009	-11587	-20273,42
Liiketoiminnan muut kulut	-1	-1952000	-1802282,67	-1768843,27	-1891244,9
LIKEVOITTO	2450176,88	-89339,03	-34424,42	387171,83	790228,61
Rahoitustuotot ja kulut					
Korko ja rahoitustuotot yhteensä		100000	172000	284144,07	334427,64
Saman konsernin yrityksiltä				264678,14	298702,32
Muilta				19466,93	35725,32
Korkokulut ja muut rahoituskulut yhteensä		-1000	-1000	-1239,97	-105,3
Muille		99000	171000	282904,1	334322,34
VOITTO ENNEN SATUNNAISERÄÄ	2450176,88	10660,97	137575,58	670075,93	1124550,95
VOITTO ENNEN TILINPÄÄTÖSSIIRTOJA JA VEROJA	2450176,88	10660,97	137575,58	670075,93	1124550,95
Tuloverot	0	0	0	-175470,95	-308378,58
TILIKAUDEN VOITTO/TAPPIO	2450176,88	10660,97	137575,58	494604,98	816172,37
Nettotuotto - Rahoitustuotot		-89339,03	-34424,42	210460,91	481744,73

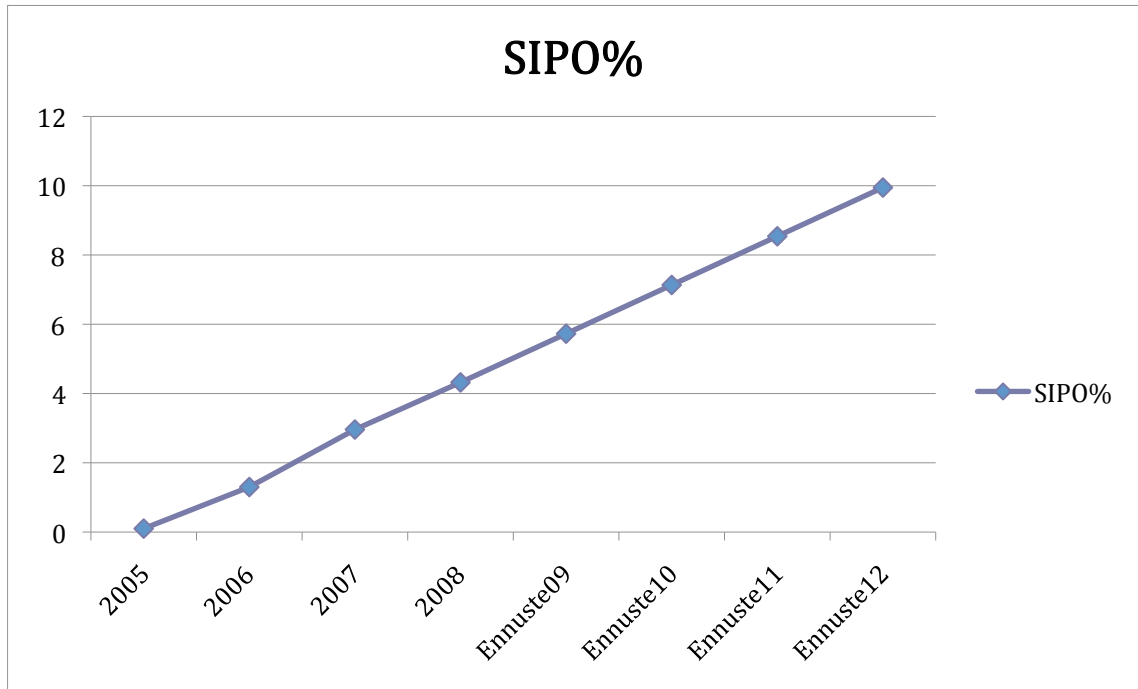
	2005	2006	2007	2008	Keskiarvo	Mediaani
SIPO-% (Sioitetun pääoman tuotto prosentti) = (nettotulos + korkokulut + välittömät verot) / (oma pääoma + vieras pääoma - korottomat velat)	0,10 %	1,30 %	2,96 %	4,32 %	2,17 %	2,13 %
OPO tuotto% (Oman pääoman tuotto) = nettotulos / oma pääoma	0,12 %	1,56 %	5,30 %	8,04 %	3,76 %	3,43 %
Omavaraisuusaste% = oma pääoma / oma + vieras pääoma	87 %	84 %	87 %	86 %	86 %	86 %
Gearing% (velkaantumisaste) = (korolliset velat - kassa ja pankkisaamiset sekä rahoitusarvopaperit) / oma pääoma	-17 %	-10 %	-9 %	-18 %	-13 %	-13 %
P/E (Price per Earnings) = oman pääoman markkina-arvo/nettotulos (OPO:n markkina-arvona käytetty OPO:n tasearvoa)	304,42	23,59	6,56	3,98	84,64	15,08
P/B (Price per Book Value) =oman pääoman markkina-arvo/tasesubstanssi	2,84	-66,28	7,38	2,58	-13,37	2,71
EV (Enterprice value) Yritysarvo eli omanpääoman markkina-arvo.	3245387	3245387	3245387	3245387		
EV/EBIT (Enterprice value to Earning Before Intrest and Tax) = yritysarvo/liiketulos = oman pääoman markkina arvo + korolliset nettovelat/liiketulos	-36,33	-94,28	8,38	4,11	-29,53	-16,11
Nettotuloksella (sekä toteutuneella että arvioidulla) tarkoitetaan rahoituserien, verojen sekä mahdollisten vähemmistöosuuden jälkeistä tulosta.						
Oman pääoman markkina-arvo tulee tulevaisuuden tuotosta arvioidusta osakkeitten arvosta, joka on 325000e. Osakkeiden arvioitu arvo tulee tulevaisuuden 10v tuottojen arvioiduista yhteenlasketusta summasta.						
Liiketulos on tulos ennen rahoitus kuluja						

1)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liikevaihto	8768814	7945993	9693975	11265519	10590000	8472000	9150000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000
Kasvu prosentti		-9 %	22 %	16 %	-6 %	-20 %	8 %	6 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Nettotulos	10660,97	137575,6	494605	816172,4	729000	564000	576000	574000	574000	574000	574000	574000	574000	574000	574000
Nettotulos prosentti	0,12 %	1,73 %	5,10 %	7,24 %	6,88 %	6,66 %	6,30 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo					645132,7	441694,7	399196,89	352044,95	311544,2	275702,83	243984,81	215915,76	191075,89	169093,712	
tuottojen kumuatiivinen kehitys					645132,7	1086827	1486024,4	1838069,3	2149613,5	2425316,4	2669301,2	2885216,9	3076292,8	3245386,53	
5v tuottojen nykyarvot yht:	2149614														
10v tuottojen nykyarvot yht:	3245387														
YRITYKSEN MARKKINA-ARVO (tulevaisuuden tuottojen nykyarvo + substanssiarvo)	4501237														
					Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo on laskettu seuraavasti: Nettotulos x Diskonttauskerro Vuosi2009: 729000/1,13, Vuosi 2010: 564000/(1,13*1,13) Vuosi 2011: 576000/(1,13*1,13*1,13) jne.										
					Markkina-arvo on laskettu lisäämällä substanssiarvo ja tuottoarvo keskenään: 3245387+1255850,70=4501237										
Tulevaisuuden liikevaihto ja nettotulos pohjautuvat Checkpoint Systems Finlandin LRP-arvioihin. LRP (Long Range Planing) NPV (Net Present Value)															
Tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa laskettaessa on käytetty diskonttaus tekijänä Omanpääoman tuottovaatimusta 13%.															
2)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa laskettaessa on käytetty diskonttaus tekijänä Omanpääoman tuottovaatimusta 15%. Tuottovaatimusta on korotettu yleisen taloustilanteen heikentymisen tuoman riskitekijän vuoksi.															
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo					633913	426465	378729,35	328186,36	285379,45	248156,04	215787,86	187641,62	163166,62	141884,021	
Yrityksen tulevaisuuden tuottojen kumuatiivinen kehitys					633913	1060378	1439107,4	1767293,8	2052673,2	2300829,3	2516617,1	2704258,7	2867425,4	3009309,4	
5v tuottojen nykyarvot yht:	2052673														
10v tuottojen nykyarvot yht:	3009309														
YRITYKSEN MARKKINA-ARVO (tulevaisuuden tuottojen nykyarvo + substanssiarvo)	4265160														
					Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo on laskettu seuraavasti: Nettotulos x Diskonttauskerro Vuosi2009: 729000/1,15, Vuosi 2010: 564000/(1,15*1,15) Vuosi 2011: 576000/(1,15*1,15*1,15) jne.										
					Markkina-arvo on laskettu lisäämällä substanssiarvo ja tuottoarvo keskenään 3009309+1255850,70=4265160										





	2005	2006	2007	2008	Ennuste09	Ennuste10	Ennuste11	Ennuste12
SIPO%	0,1	1,3	2,96	4,32	5,73	7,13	8,54	9,95
Kasvua edellisestä vuodesta yksikköä		1,2	1,66	1,36				
Keskimääräinen kasvu yksikköä				1,406667				
Prosentuaalinen kasvu		1200 %	78 %	218 %				
SIPO on kasvanut tasaisesti vuosien 05-08 aikana. Keskimäärin 1,4 yksikköä vuodessa. Ennusteet ovat saatu lisäämällä edellisvuoden sipo ja keskimääräinen kasvu. 2009 4.32+1.406=5.73, 2010 5.73+1.32=7.13 jne.								



Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy

Juho Saarinen
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Tammikuu, 2009

Juho Saarinen

Arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy

Vuosi 2009

Sivumäärä 49

Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää arvonmääritystekniikoita ja tehdä arvonmääritys case-yritys Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Opinnäytetyö tehtiin yhteistyössä Checkpoint Systems Finland Oy:n kanssa. Luotettava arvonmääritys on monissa yrityselämän tilanteissa tärkeitä. Arvonmääritystä käytetään useimmiten yrityskauppojen yhteydessä. Luotettava ja todellista tilannetta kuvaava arvonmääritys on ensisijaisen tärkeitä, kun sitä käytetään päätöksenteon perustana.

Opinnäytetyö toteutettiin kvantitatiivisena ja kvalitatiivisena tutkimuksena. Aineistoa kerättiin tilinpäätöstiedoista ja yrityksen omista tietolähteistä. Tutkimuksessa käytetyt tilinpäätöstiedot ovat vuosien 2004 ja 2008 väliseltä ajalta. Tutkimusta varten tehtiin myös haastatteluja yrityksen sisällä. Kerätyn aineiston perusteella tutkimuksessa laskettiin keskeisiä tunnuslukuja, sekä Checkpoint Systems Finland Oy:n substanssi- ja tuottoarvo. Tuottoarvoa määriteltäessä tulevaisuuden tuottoja on laskettu vuoteen 2018 asti. Tutkimuksessa on arvioitu myös yrityksen kannattavuutta, markkinoiden vaikutuksia ja tulevaisuuden näkymiä.

Opinnäytetyön tutkimuksen tuloksena Checkpoint Systems Finlandin markkina-arvoksi saatiin 4,5 milj. euroa. Tutkimuksessa yritys todettiin vakavaraiseksi ja tuottavaksi.

Opinnäytetyössä tarkastellaan Checkpoint Systems Finland Oy:n arvoa omaisuuden ja tulevaisuuden tuottojen näkökulmasta. Tutkimuksessa ei oteta kantaa yrityksen goodwill-arvoon, esimerkiksi Checkpoint Systems Finland Oy:n brändin arvoa ei ole määritelty erikseen. Tämän opinnäytetyön tuloksia voidaan käyttää esimerkiksi yrityskauppaneuvotteluiden pohjana.

Juho Saarinen

Valuating Checkpoint Systems Finland Ltd.

Year	2009	Pages	49
------	------	-------	----

The purpose of this thesis is to present different valuating techniques and value Checkpoint Systems Finland Ltd. The thesis was made in co-operation with Checkpoint Systems Finland Ltd. Reliable valuating is important in many different situations. Valuating is generally used in acquisition situations. Reliable and realistic valuating is crucial when decisions are made based on it.

The thesis was executed as quantitative and qualitative research. Data was collected mainly from financial statements from the years 2004 to 2008. Interviews were also made within the company. Net asset value, productive value and essential parameters were calculated using the collected data. Future proceeds in productive value are calculated up to the year 2018. Profitability and the future of the company have also been reviewed in the research.

The outcome of the research was that the estimated value of Checkpoint Systems Finland is approximately 4.5 million Euros. The company was found to be productive.

The thesis examines the value of the company and the value of its future incomes. The research does not include goodwill value of the company. Results of the research can be used for example as the basis of a corporate acquisition negotiation.

Key word(s) Valuating, analysis of the financial statements, net worth, productive value

Sisällys

1	Johdanto	7
1.1	Tutkimusaiheen taustasta	7
1.2	Opinnäytetyön ja tutkimuksen tavoitteet	7
1.3	Tutkimusongelman asettaminen	7
1.4	Rajaukset	7
1.5	Työn rakenne ja toteutus	7
1.6	Opinnäytetyön määritelmät	8
2	Arvonmääritys	9
2.1	Arvonmäärityksen käyttötarkoitus	9
2.2	Arvonmäärityksen tunnuslukuja	9
2.3	Arvomäärityksen yleiset periaatteet	11
2.4	Yrityksen arvonmäärityksen periaatteet	12
2.5	Tilinpäätös	13
3	Arvonmääritysmenetelmät	13
3.1	Arvonmääritysprosessin vaiheet	13
3.2	Strateginen analyysi	14
3.2.1	Taloudellinen analyysi	14
3.2.2	Tulevan kehityksen ennakointi	15
3.2.3	Liiketoiminnan analysointi	16
3.3	Substanssiarvo	16
3.3.1	Aineettomien hyödykkeiden substanssiarvo	16
3.3.2	Aineellisten hyödykkeiden substanssiarvo	17
3.3.3	Vaihto-omaisuuden substanssiarvo	17
3.3.4	Saamisten substanssiarvo	18
3.3.5	Rahat ja pankkisaamiset	18
3.3.6	Oma pääoma	18
3.3.7	Vieras pääoma	18
3.4	Tuottoarvo	19
3.5	Lisäarvomalli	20
3.6	Kassavirtaperusteinen malli ja vapaan kassavirran menetelmä	20
3.6.1	FCF eli vapaa kassavirta	21
3.6.2	FCFF	21
3.6.3	WACC	22
3.6.4	Tyypillisen tuloksen menetelmä	22
3.7	Goodwill eli liikearvo	22
3.8	Lopullinen laskennallisen arvon määrittely	22
4	Tutkimus	23

4.1	Tutkimusongelma.....	23
4.2	Case-yritys Checkpoint Systems Finland Oy	23
4.2.1	Checkpoint Systems Finland Oy:n historia.....	24
4.2.2	Asiakaspohja ja kilpailijat	24
4.3	Tutkimusmenetelmät	25
5	Tulokset	26
5.1	Tunnusluvut	26
5.2	Ennusteisiin perustuva voittojen tuottoarvo	26
6	Oma pohdinta ja tulosten tarkastelu	27
6.1	Liikevaihto.....	27
6.2	Kannattavuus.....	28
6.2.1	Sijoitetun pääoman tuotto.....	28
6.2.2	Oman pääoman tuotto.....	30
6.3	Vakavaraisuus	30
6.4	Tunnuslukujen tulkinta	30
6.4.1	P/E-luku	30
6.4.2	P/B-luku	31
6.4.3	EV/EBIT-luku	31
6.5	Substanssiarvo	32
6.5.1	Varaston arvo	32
6.5.2	Koneet ja kalusto.....	33
6.6	Tuottoarvo.....	33
6.6.1	Nettotulos ja nettotulosprosentti.....	34
6.6.2	Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo	34
6.7	Markkina-arvo	35
6.8	Teorian painoarvo	35
6.9	Checkpoint Systems Finlandin tulevaisuuden näkymät	36
6.10	Maailmantalouden vaikutukset.....	37
6.11	Tutkimuksen luotettavuus	38
6.11.1	Työn reliabiliteetti	38
6.11.2	Työn validiteetti	38
	Lähteet.....	39
	Liitteet	41
	Liite 1. Checkpoint Systems Finland Oy:n tase 2004-2008	42
	Liite 2. Checkpoint Systems Finland Oy:n tuloslaskelma 2004-2008.....	43
	Liite 3. Tunnusluvut	44
	Liite 4. Tulevaisuuden tuottoarviot.....	45
	Liite 5. Tulevaisuuden tuotot (graafinen kuvaus)	46
	Liite 6. Liikevaihdon kehitys (graafinen kuvaus).....	47

Liite 7. Sijoitetun pääoman tuotto trendi	48
Liite 8. Sijoitetun pääoman tuotto trendi (graafinen kuvaus)	49

1 Johdanto

Tässä opinnäytetyössä käsitellään yrityksen arvonmäärittystä. Työ sisältää teoriapohjan sekä teoriaa hyväksikäyttäen tehdyn arvonmäärittystutkimuksen Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Opinnäytetyössä tutustutaan erilaisiin arvonmäärittymen menetelmiin sekä arvonmäärittymen periaatteisiin. Tutkimuksessa on tehty arvonmäärittymen substanssiarvoa ja tuottoarvoa hyväksikäyttäen. Opinnäytetyön tutkimuksessa saatujen tulosten perusteella Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo asettuu 4 250 000 ja 4 500 000 euron välille. Yritykselle laskettu arvo perustuu substanssiarvoon ja kymmenen vuoden tuottoarvoon. Substanssiarvon ja tuottoarvon käsitteisiin perehdytään tarkemmin jäljempänä opinnäytetyön teoriaosuudessa.

1.1 Tutkimusaiheen taustasta

Opinnäytetyön tutkimusaihe on arvonmäärittymen. Tutkimusaihe on ajankohtainen tutkittavassa yrityksessä. Checkpoint Systems konsernin tytäryrityksiä on viime vuosina myyty yrityksen johdolle. Myös Checkpoint Systems Finlandin myymisestä on käyty keskusteluja. Tätä taustaa vasten aloitettiin arvonmäärittymen prosessi keväällä 2009. Tämän opinnäytetyön aiheena on arvonmäärittymen. Opinnäytetyön tutkimusaiheeksi muodostui arvonmäärittymen Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimusaihe on valittu yhteistyössä yrityksen kanssa. Tutkimusaihe on ajankohtainen ja sen toteuttamiselle on hyvät edellytykset. Arvonmäärittymen on tärkeää tehdä mahdollisimman totuudenmukainen ja realistinen. Tavoitteen toteutuminen riippuu saatavilla olevasta tiedosta. Koska tutkittava yritys on valmis myötävaikuttamaan tutkimuksen toteuttamiseen, myös tutkimuksen onnistuminen on varmempaa.

1.2 Opinnäytetyön ja tutkimuksen tavoitteet

Opinnäytetyön teoriaosuuden tavoite on antaa kattava kuva arvonmäärittymen periaatteista ja keskeisimmistä arvonmäärittymen menetelmistä. Opinnäytetyössä pyritään käyttämään kattavaa ja luotettavaa lähdeaineistoa. Lähdeaineistoa on kerätty useilta eri tahoilta. Opinnäytetyön tavoitteena on olla tieteellisesti luotettava, joten lähdeaineiston luotettavuuteen on kiinnitetty huomiota.

Tutkimuksessa pyritään selvittämään totuudenmukaisesti ja realistisesti Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo. Tutkimuksen tavoitteena on laskea yritykselle keskeisimpiä arvonmäärittymen liittyviä tunnuslukuja. Tutkimuksen tavoitteena on myös tuottaa suuntaa antava hintahaarukka, joka vastaa Checkpoint Systems Finlandin arvoa.

1.3 Tutkimusongelman asettaminen

Tutkimusongelmaa sivuttiin hieman jo edellisissä luvuissa. Keskeisimmäksi tutkimusongelmaksi on asetettu yrityksen arvo. Tutkimuksen tulee selvittää, mikä on Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo. Saatu arvo on suuntaa antava, mutta sen on perusteltu, realistinen ja tietoon pohjautuva. Tutkimusongelman asettamiseen kuuluu myös kysymys arvonmäärittämismenetelmien valinnasta. Mikä on paras tapa määrittää yrityksen arvo Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa?

Arvonmäärittäykseen liittyy keskeisesti yrityksen toimintaan ja tulokseen vaikuttavien tekijöiden analysointi. Tutkimuksessa selvitetään yrityksen nykytilanteen lisäksi tulevaisuuden näkymiä. Tutkimuksessa on otettava huomioon maailmantalouden vaikutuksia. Nykyinen talouden epävakaa ilmasto on ajankohtainen asia. Tästä syystä on syytä pohtia, kuinka se vaikuttaa tuleviin tuottoihin ja sitä kautta yrityksen nykyarvoon.

1.4 Rajaukset

Työssä keskitytään numeerisesti tehtävään arvonmäärittäykseen ja esimerkiksi aineettoman omaisuuden arvonmäärittäminen on jätetty pienemmälle tarkastelulle. Opinnäytetyö keskittyy arvonmäärittäykseen ja taloudelliseen analyysiin. Taloudellisen analyysin lisäksi pohdinnassa sivutaan myös liiketoiminnan analyysiä. Tutkimuksen tärkeimmiksi tutkimustavoiksi on valittu substanssiarvo ja tuottoarvo. Tuottoarvo on määritelty tulevaisuuden tuottojen nykyarvon mukaan. Aineettoman omaisuuden, kuten goodwill- arvon määrittäminen on rajattu opinnäytetyön ulkopuolelle. Näiden arvonmäärittämismenetelmien lisäksi, keskeisimpien tunnuslukujen laskeminen on otettu osaksi opinnäytetyön tutkimusta.

1.5 Työn rakenne ja toteutus

Työn teoriaosuudessa on pyritty selvittämään olennainen teoriapohja tekstin keinoin. Tästä syystä esitettyjen kuvioiden määrää ei ole pidetty itseisarvona ja niiden esittäminen on pyritty pitämään kohtuullisena. Työn tutkimusosuudessa kuvioiden esittäminen on perusteltua sillä ne havainnollistavat hyvin case-yrityksen arvoa ja sen kehitystä.

Opinnäytetyön teoriapohjaa varten on kerätty kattavasti lähdemateriaalia. Lähdemateriaalina on käytetty kansainvälistä ja suomalaista alan kirjallisuutta. Kirjallisuuden lisäksi lähdemateriaalia on kerätty tieteellisistä artikkeleista, lehtiartikkeleista ja muista lähteistä. Lähdeaineiston kartuttamiseksi on tehty myös haastatteluja.

Opinnäytetyön numeerinen arvonmäärittäytutkimus on toteutettu substanssiarvoa ja tuottoarvoa hyväksikäyttäen. Tutkimuksessa on myös laskettu keskeisimpiä arvonmäärittäytksen tunnuslukuja.

Toisessa luvussa lukija tutustutetaan arvonmäärittäytkseen yleisellä tasolla. Kolmannessa luvussa syvennyttään arvonmäärittäytksen menetelmiin ja niiden erityispiirteisiin. Neljännessä luvussa kerrotaan opinnäytetyön tutkimuksesta ja tutkimuksen kohteena olevasta yrityksestä. Opinnäytetyön viidennessä luvussa on esitelty tutkimuksessa saadut tulokset. Kuudes luku on varattu saatujen tulosten lähemmälle tarkastelulle ja niiden pohjalta tehdyille omalle pohdinnalle.

1.6 Opinnäytetyön määritelmät

Tässä kappaleessa avataan keskeisimpiä arvonmäärittäytkseen liittyviä termejä. Opinnäytetyössä esiintyvät termit on pyritty avaamaan tekstissä, kun niitä ensimmäisen kerran käytetään. Samassa yhteydessä on merkittynä termeihin liittyvät lähdetiedot.

Arvonmäärittäytksen perustana käytetään fundamenttitekijöitä, joilla tarkoitetaan todellisia tilinpäätöksestä saatuja tietoja. Arvonmäärittäytstä tehdään usein yrityskauppoja varten. Eräs yrityskauppa tapaus on MBO (Management Buy Out). MBO tarkoittaa tapausta, jossa yrityksen toimiva johto ostaa yrityksen tai liiketoiminnan työnantajaltaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 12,65.)

Tutkittaessa yrityksen kannattavuutta käytetään termejä absoluuttinen kannattavuus ja suhteellinen kannattavuus. Absoluuttinen kannattavuutta kuvataan operatiivista tulosta kuvaavilla luvuilla. Tällaisia lukuja ovat esimerkiksi liiketulos, tilikaudentulos, ja käyttökate. Suhteellinen kannattavuus kuvaa kuinka tehokkaasti käytettävissä olevia resursseja on hyödynnetty. (Kettunen 2010.)

Kaksi arvonmäärittäytksen tärkeintä tutkimustapaa ovat substanssiarvo ja tuottoarvo. Substanssiarvo tarkoittaa yrityksen yksittäisten hyödykkeiden todennäköistä luovutushintaa. Toisin sanottuna substanssiarvo on yrityksen likvidaatioarvo. Likvidaatioarvoa laskettaessa yrityksen varat arvostetaan todennäköiseen arvoon, josta vähennetään luovutuksesta aiheutuneet kulut. Yksinkertaistettuna voidaan sanoa, että substanssiarvo on yrityksen varat vähennettynä veloilla. Tuottoarvolla tarkoitetaan yrityksen jatkuvan toiminnan aikaansaamaa tuottoa. Tuottoarvon tarkoitus on kuvata yrityksen tulevien tuottojen nykyarvoa. Diskonttauskorolla pyritään ottamaan huomioon rahan aika-arvo. (Leppiniemi 1999, 14-15, 21,52.)

Eräs arvonmääritykseen liittyvä termi on netto nykyarvo eli NPV (Net Present Value). NPV mittaa investoinnin arvon ja kustannusten eroa laskentahetkellä (Brealey, Myers & Marcus 2001, 189). Opinnäytetyössä on käytetty myös termiä LRP-arvio (Long Range Planing). LRP on yrityksen sisäinen toimintasuunnitelma, joka sisältää laskelmia liiketoiminnan tulevaisuudesta (Saarinen 2009).

Yrityksestä tehtävä strateginen analyysi voidaan jakaa kolmeen ryhmään. Ryhmät ovat liiketoiminnan analysointi, taloudellinen analyysi, tulevan kehityksen ennakointi sekä juridinen analyysi. Liiketoiminnan analyysissä keskitytään yrityksen toimintoihin ja sidosryhmiin. Taloudellinen analyysi tehdään taloudellisen aineiston perusteella. (Kettunen 2010.)

2 Arvonmääritys

Seuraavissa kappaleissa käsitellään arvonmäärityksen käyttötarkoituksia, arvonmäärityksen periaatteita sekä arvonmääritykseen liittyviä tunnuslukuja. Luvun tarkoituksena on antaa lukijalle kattava kuva arvonmäärityksen periaatteista, sekä erilaisista arvonmääritys tavoista.

2.1 Arvonmäärityksen käyttötarkoitus

Arvonmääritystä on perinteisesti käytetty sijoituspäätösten tukena. Varsinkin pörssissä noteerattujen yritysten kohdalla sijoittamisen lähtökohtana on arvonmääritys ja sen hyödyntäminen. Osakesijoittamisessa arvonmäärityksellä pyritään arvioimaan yrityksen kannattavuuteen ja kasvumahdollisuuksiin perustuva osakkeen arvo. Näin saatua arvoa verrataan pörssissä noteerattuun osakkeen markkina-arvoon. Usein sijoittavat eivät kuitenkaan käy läpi perusteellista arvonmääritysprosessia, vaan tyytyvät käyttämään yksittäisiä arvostusta kuvaavia suhteellisia tunnuslukuja. Tällaisia tunnuslukuja ovat esimerkiksi p/e-, p/b- ja ev/ebit -lukuja. Tunnusluvut lasketaan vertaamalla yrityksen arvoa johonkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan muuttujaan eli fundamenttimuuttujaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 12,65.)

2.2 Arvonmäärityksen tunnuslukuja

P/E (Price/Earnings) luku kertoo oman pääoman markkina-arvon ja ennustetun tuloksen suhteesta (Kallunki & Niemelä 2004, 65-67). Yrityksen osakkeen arvoa voidaan yksinkertaistetusti pitää kahden asian summana, varojen ja velkojen sekä potentiaalisten kasvumahdollisuuksien nykyarvon summana. P/E luku kuvastaa markkinoiden näkemystä yrityksen kasvumahdollisuuksista (Bearley, Myers & Marcus, 154.)

$$\text{P/E-luku} = \frac{\text{Oman pääoman markkina-arvo}}{\text{Nettotulos}}$$

P/B (Price/Book value) luku kertoo osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman tasearvon suhteen. Tilinpäätöksen taseessa ilmoitettua yrityksen oman pääoman arvoa nimitetään oman pääoman tasearvoksi. (Kallunki & Niemelä 2004, 86.)

$$\text{P/B-luku} = \frac{\text{Oman pääoman markkina-arvo}}{\text{Taseen substanssiarvo}}$$

EV/EBIT luku kertoo oman ja vieraan pääoman kokonaisarvon sekä käyttökateen suhteen (Kallunki & Niemelä 2004, 86). Käyttökate kuvaa liikevaihdosta muuttuvien ja kiinteiden kustannusten jäljelle jäävää osuutta (Funda Games Oy 2007).

$$\text{EV/EBIT-luku} = \frac{\text{Yritysarvo}}{\text{Liikevoitto}}$$

Osakesijoittaja pyrkii ostamaan osakkeita, joiden pörssi-arvo on alhaisempi kuin niiden fundamenttiteijöistä johdettu arvo (Kallunki & Niemelä 2004, 12). Osakesijoittajan pyrkimys on ostaa osakemarkkinoilla aliarvostettujen yritysten osakkeita. Fundamenttitekijöillä tarkoitetaan todellisia tilinpäätöksestä saatuja tietoja.

Tilinpäätöstietojen hyödyntäminen on tärkeää myös pääomasijoittajalle. Normaalisti pääomasijoittaja tekee määräaikaisen sijoituksen yritykseen, jota ei ole julkisesti noteerattu. Tällöin tarkoitus on tuottaa yritykselle lisäarvoa, joka mahdollistaa yrityksen arvonnousun. Kuten osakesijoittaja myös pääomasijoittaja arvioi yrityksen mahdollista arvoa nyt sekä kuinka paljon sen arvioidaan olevan määräaikaisen sijoitusjakson päätyttyä. (Kallunki & Niemelä 2004, 13.)

Arvonnääritystä käytetään myös hyväksi yrityskaupoissa ja niin sanotuissa MBO (Management Buy Out) caseissa. Toimivan johdon ostaessa yrityksen tai osan siitä, on huomattu erityisiä piirteitä muihin yrityskauppoihin verrattuna. Keskimäärin MBO kaupoissa ostajaosapuoli on pystynyt neuvottelemaan hinnan, joka on ollut alempi kuin sen hetkinen markkina-arvo olisi ollut ulkopuoliselle ostajalle. (Saadouni, Briston, Mallin & Robbie 1996, 90.)

Yrityksen kannattavuus ja velkaantuneisuusaste vaikuttavat yrityksen arvostukseen. Kannattavuus voidaan jakaa kahteen eri ryhmään. Absoluuttiseen kannattavuuteen ja suhteelliseen kannattavuuteen. Absoluuttinen kannattavuutta kuvataan operatiivista tulosta kuvaavilla luvuilla. Tällaisia lukuja ovat esimerkiksi liiketulos, tilikaudentulos ja käyttökate. Suhteellinen kannattavuus kuvaa kuinka tehokkaasti käytettävissä olevia resursseja on hyödynnetty. Suh-

teellista kannattavuutta kuvaaviin tunnuslukuihin kuuluvat esimerkiksi sijoitetun pääoma tuottoprosentti SIPO% ja oman pääoman tuottoprosentti OPO%. (Kettunen 2010.)

Yrityksen kannattavuutta voidaan tutkia tietyillä tunnusluvuilla, joita ovat esimerkiksi SIPO% (sijoitetun pääoman tuottoprosentti), OPO% (oman pääoman tuottoprosentti). Omavaraisuusaste% ja Gearing% (velkaantumisaste) kertovat yrityksen vakavaraisuudesta, eli omien varojen ja velkojen suhteesta. SIPO kertoo sijoitetun pääoman ja tuloksen välisestä suhteesta, eli kuinka suuren tuoton yritys on tehnyt siihen sijoitetulla pääomalla. OPO% kertoo oman pääoman osuuden ja tuloksen suhteen. (Kallunki & Niemelä 2004)

$$\text{SIPO\%} = \frac{\text{nettotulos} + \text{korkokulut} + \text{välittömät verot}}{\text{oma pääoma} + \text{vieras pääoma} - \text{korottomat velat}}$$

$$\text{OPO tuotto\%} = \frac{\text{nettotulos}}{\text{oma pääoma}}$$

$$\text{Omavaraisuusaste\%} = \frac{\text{oma pääoma}}{\text{oma} + \text{vieras pääoma}}$$

$$\text{Gearing\%} = \frac{\text{korolliset velat} - \text{kassa ja pankkisaamiset sekä rahoitusarvopaperit}}{\text{oma pääoma}}$$

2.3 Arvomäärityksen yleiset periaatteet

Omaisuuuden liiketaloudellinen arvo määräytyy markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. Jotta markkinat toimisivat optimaalisesti, pitäisi kysyjä ja tarjoajia olla laajalti. Erona muihin tuotteisiin, yritys on ainutkertainen, uniikki hyödyke. Tällöin voimme todeta, ettei yrityksille muodostu perinteistä markkina-arvoa. (Leppiniemi 1999,12-13)

Yksittäisen hyödykkeen kuten kokonaisen yrityksenkin osalta voidaan puhua kahdesta arvosta, jotka perustuvat eri näkökulmaan. Nämä arvot ovat substanssiarvo sekä tuottoarvo. Substanssiarvo tarkoittaa yrityksen yksittäisten hyödykkeiden todennäköistä luovutushintaa. Substanssiarvo kuvaa hyvin tilannetta, jossa yritys lopetetaan ja sen kaikki hyödykkeet muutetaan rahaksi. Sen sijaan tuottoarvolla tarkoitetaan yrityksen jatkuvan toiminnan aikaansaamaa tuottoa. Tuottoarvo kuvaa yrityksen tulevien tuottojen nykyarvoa. (Leppiniemi 1999,12-15.) Nettonykyarvo eli NPV (Net Present Value) mittaa investoinnin arvon ja kustannusten eroa laskentahetkellä. Jos nettonykyarvo on positiivinen, tarkoittaa se sitä että investointi on kannattava. (Brealey, Myers & Marcus 2001, 189)

2.4 Yrityksen arvonmäärityksen periaatteet

Yrityksen liikeloudellinen hinta määritetään sen todennäköisen luovutushinnan ja luovutuksesta aiheutuvien erilliskustannusten erotuksella arvonmäärityshetkellä. (Leppiniemi 1999, 12-15.)

Yleensä yrityksen markkinahintaa ei ole mahdollista selvittää, sillä useimmiten yritystä ei ole tarkoitus lähteä tarjoamaan julkisesti myytäväksi aitojen hintatarjousten saamiseksi. Tällaisissa tilanteissa on tavallista että markkinahinta korvataan laskennallisella hinnalla, joka kuvaa yrityksen arvoa. Laskennallisella hinnalla pyritään kuvaamaan sellaista hintaa, jonka rationaalinen ostaja olisi valmis yrityksestä maksamaan. Yleisimmin käytetyt laskennalliset hinnat ovat substanssiarvo ja tuottoarvo. (Leppiniemi 1999, 12-15.)

Yksinkertaisimmillaan yrityksen arvo voidaan arvioida laskemalla sen omaisuuden arvo eli substanssiarvo. Substanssiarvo voidaan laskea joko tilinpäätöstiedoista tai omaisuuden todennäköisen myyntihinnan perusteella. Tämä menetelmä on kuitenkin ongelmallinen, sillä tilinpäätöstiedoista johdetut omaisuuden arvot ovat kirjanpidollisia arvoja. Kirjanpidolliset arvot eivät välttämättä vastaa todellista myyntiarvoa. Tästä esimerkkinä voidaan pitää esimerkiksi poistojen vaikutusta tilinpäätösten omaisuuden arvostukseen (Klippi 2009.) Menetelmän toinen ongelma on jo edellä mainittu tulevaisuuden tuottojen huomioon ottamattomuus (Kallunki & Niemelä 2004, 13).

Kuten edellisessä kappaleessa todetaan substanssiarvo on taseen varat vähennettynä veloista. Mitä lähempänä taseessa varat ovat likvidejä varoja kuten käteistä, sitä helpommin ne ovat muutettavissa käteiseksi. Mitä likvidimpiä varat ovat, sitä arvokkaampia ne ovat. Poistojen merkitys ilmenee esimerkiksi niin, että yrityksellä voi olla käyttöomaisuutta jota ei enää edes näy taseessa vaikka onkin edelleen käytössä. Tällaisella omaisuudella voi myös olla jäännösarvoa, eli omaisuus voi olla edelleen vaihdettavissa käteiseksi rahaksi. (Kettunen 2010.)

Parempana lähestymistapana voidaankin pitää yritykseen sijoitetun pääoman taloudellisen arvon määrittämistä. ”Arvioimalla yrityksen tulevan tuloskehityksen vaikutusta oman pääoman arvoon saadaan määritettyä yrityksen arvo, joka perustuu yritykseen sijoitetun pääoman tasearvojen lisäksi liiketoiminnan odotettuun kannattavuuteen. Näin saatu yrityksen arvo kuvaa sen todellista arvoa.” (Kallunki & Niemelä 2004, 33.)

Yrityksen arvonmääritys ja yrityskaupat tehdään usein tilanteessa, jolloin yritys on jatkuvasti toiminnassa. Tällöin parhaiten arvoa kuvaavaksi arvonmääritystavaksi osoittautuu tuottoarvo. Usein kuitenkin yrityskauppoja tehtäessä on syytä laskea molemmat arvot. Substanssiarvoa ja

tuottoarvoa vertaamalla saadaan tietoa yrityksen toiminnan tilasta. Jos tuottoarvo osoittautuu substanssiarvoa pienemmäksi, ei yrityksen toimintaa kannattane jatkaa, tällöin lopettaminen tulee edullisemmaksi. Näin ollen voidaan päätellä että voittoa tavoittelevan yrityksen omistajat arvioivat tuottoarvon substanssiarvoa suuremmaksi. (Leppiniemi 1999,12-15.)

Tuottoarvon laskeminen tarkoittaa tulevaisuuden tuottojen nykyarvon määrittämistä. Tuottoarvon laskeminen voidaan jakaa kahteen vaihtoehtoon. Tuottoarvo voidaan laskea diskonttaamalla tulevaisuuden tuotot tai tulevaisuudessa saatavat osingot. (Kettunen 2010.)

2.5 Tilinpäätös

Koska arvonmäärittämisestä suuri osa tehdään tilinpäätöksen tietoja apuna käyttäen, on syytä käydä läpi sen sisältö. Tilinpäätös koostuu seuraavista osista. Tuloslaskelmasta, joka kuvaa tuloksen muodostumista. Taseesta, joka kuvaa tilinpäätöspäivän taloudellista asemaa. Tilinpäätös sisältää myös taseen liitetiedot, rahoituslaskelman sekä tilinpäätöksen liitteenä olevan toimintakertomuksen. (Wikipedia 2009b.) Tilinpäätöksen sisältöä tarkastellaan tarkemmin luvuissa 3.2 substanssiarvo sekä 3.2.1 ja 3.2.2.

3 Arvonmäärittämis menetelmät

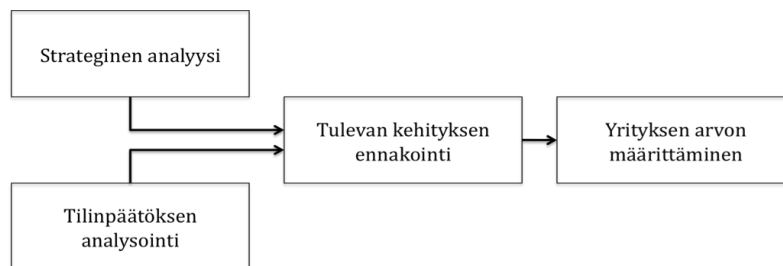
Kuten edellä on jo mainittu, tärkeimmät teoreettiset lähtökohdat, joita tässä työssä käsitellään, ovat substanssiarvo sekä tuottoarvo. Seuraavassa luvussa käsitellään tarkemmin näitä menetelmiä ja niiden erityispiirteitä. Luvussa avataan myös muita käsitteitä, kuten esimerkiksi markkina-arvo, goodwill, osinkoperusteinen malli, lisäarvomalli sekä arvostuskerroin. Luvussa käydään myös läpi arvonmäärittämisprosessin keskeisimmät vaiheet.

Arvonmäärittämisanalyysiä voidaan tehdä monella tapaa. Tutkimusta voidaan tehdä tilinpäätösanalyysillä, tunnuslukuanalyysillä sekä yritystutkimuksella. Tilinpäätösanalyysi sijoittuu tunnuslukuanalyysin ja yritystutkimuksen välimaastoon. Tunnuslukuanalyysissä keskitytään valikoitujen mittareiden eli tunnuslukujen perusteella tehtäviin johtopäätöksiin yrityksen taloudellisesta tilasta. Yritystutkimuksessa sen sijaan keskitytään yrityksen reaali prosessien kartoittamiseen. Siinä pyritään selvittämään yrityksen menestykseen vaikuttaneet syyt. (Niskanen & Niskanen 2003, 9-11)

3.1 Arvonmäärittämisprosessin vaiheet

Kirjassaan Kallunki ym. Jakavat yrityksen arvonmäärittämisprosessin kolmeen päävaiheeseen. Nämä vaiheet ovat strateginen analyysi, tilinpäätöksen analysointi ja tulevan kehityksen arviointi. Kuviossa 1 (s.14) arvonmäärittämisprosessin vaiheet ovat esitettyinä graafisesti.

Jotta arvonmäärityksessä saataisiin mahdollisimman kattava ja totuudenmukainen kuva yrityksen arvosta, myös ympäröivä yhteiskunta ja sen kehitys on pyrittävä ottamaan huomioon. Kattavan analyysin tekemiseksi on tunnettava yrityksen toimiala sekä yrityksen asema markkinoilla. Tätä Kallunki kutsuu strategiseksi analyysiksi. Lisäksi yrityksen tilinpäätöksen analysointi on keskeistä, jotta selvitetään yrityksen historiallinen kehitys ja nykytilanne. Yrityksen tulevan kehityksen ennakointi on välttämätöntä, sillä ison osan yrityksen arvosta muodostavat tulevaisuuden odotukset. (Kallunki & Niemelä 2004, 13.)



Kuvio1. Arvonmääritysprosessit (Kallunki 2004, 24.)

3.2 Strateginen analyysi

Strategisen analyysin tavoitteena on tunnistaa sellaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat liiketoiminnan taloudelliseen menestykseen. Tällaisia tekijöitä voivat olla esimerkiksi markkinoiden koko, arvioitu kasvu, asema markkinoilla sekä yritysjohton tekemät valinnat. Strategisessa analyysissä pyritään selvittämään yrityksen sisäisiä ja ulkoisia taloudelliseen menestykseen vaikuttavia tekijöitä. Sisäiset tekijät liittyvät usein esimerkiksi yrityksen tuotteisiin, niiden hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön. Ulkoisissa tekijöissä keskitytään yleensä kilpailijoihin, toimialaan, yleiseen kehitykseen sekä muihin ulkopuolisiin tekijöihin. (Kallunki & Niemelä 2004, 24-30.)

Strateginen analyysi voidaan jakaa kolmeen ryhmään. Ryhmät ovat liiketoiminnan analysointi, taloudellinen analyysi, tulevan kehityksen ennakointia sekä juridinen analyysi (Kettunen 2010). Tässä opinnäytetyössä keskitytään taloudelliseen analyysiin ja arvonmääritykseen. Seuraavassa kappaleessa käsitellään tarkemmin taloudellista analyysiä.

3.2.1 Taloudellinen analyysi

Taloudellisessa analyysissä käytetään hyväksi kaikkea yrityksen talotta kuvaavaa materiaalia. Keskeisin yrityksen taloutta kuvaava materiaali on tilinpäätös liitetietoineen. Tilinpäätöstietojen analysoinnin tarkoitus on kartoittaa yrityksen kannattavuutta sekä rahoitus- ja varallisuustilannetta. Koska yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätösten sisältöön harkinnanva-

raisten kirjausten kautta, on tilinpäätökset oikaistava vertailukelpoiseen muotoon. Oikaisulla pyritään saamaan mahdollisimman oikea kuva yrityksen todellisesta taloudellisesta tilasta. Usein julkisesti listattujen yritysten tilinpäätökset ovat vertailukelpoisia keskenään ja vaativat vähän oikaisua. Sitä vastoin listaamattomilla yrityksillä tuloslaskelman ja taseen oikaisu on yleensä tarpeen. (Kallunki & Niemelä 2004,30.)(Kallunki & Kytölä 2002.)

Tilinpäätösanalyysi koostuu usein tuloslaskelmasta ja tasetiedoista. Tilinpäätösanalyysissä tutkitaan yrityksen vuositason kuluja ja niiden suhdetta liikevaihtoon. Tilinpäätösanalyysissä pyritään siis selvittämään liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen vaikuttaneita tekijöitä. Tulosanalyysissä selvitetään myynnin ja tuloksen tunnuslukuja 3-5 vuoden ajalta. Esimerkiksi erilaisia kateprosentteja. Blomquist ym. esittää että ainakin seuraavia kuluja tulee verrata vuosittaiseen myyntiin: luottotappiot, maksetut rojalit, korjauskulut, mainonta, korot, poistot ja henkilöstökulut. (Blomquist, Blumme & Simola 1997,62-63.)

Tulosanalyysiä tehtäessä on tarkoitus tutkia tulokseen vaikuttavia tekijöitä. Myynnin ja liikevoiton kehityksen syyt selvitetään, jolloin niihin vaikuttaneet, muut kuin kasvutekijät tunnetaan. Tällaisia muita kuin kasvutekijöitä voivat olla esimerkiksi yritysostot ja -myynnit. (Blomquist, Blumme & Simola 1997,62.)

Erityisesti Niskanen ym. painottaa kirjassaan kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisten toimintaedellytysten lisäksi lukujen kriittistä arviointia. (Niskanen & Niskanen 2003, 8.)

3.2.2 Tulevan kehityksen ennakointi

Tulevan kehityksen ennakointi on keskeisessä roolissa arvonmääritysprosessissa, sillä yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen on yksi arvonmäärityksen peruslähtökohtia. Yrityksen tulevaa kehitystä voidaan pyrkiä ennakoimaan, joko yrityksen omien laskelmien pohjalta tai ulkopuolisen informaation varasta. Yrityksen sisäisiä laskelmia voivat olla esimerkiksi tuleva myynti ja tuloskehitys. Kuitenkaan aina arvonmääritystä tehtäessä tällaisia tietoja ei ole saatavilla. Tällöin on turvauduttava ulkopuolisiin tietolähteisiin eli julkisiin tietoihin. Yrityksen ulkopuolista tietoa on mahdollista kerätä tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, julkaistuista toimiala-analyyseistä sekä kaikista muista mahdollisista lähteistä. (Kallunki & Niemelä 2004, 33-34.)

Tulevaisuuden kehityksestä voidaan pyrkiä saamaan kattavampi kuva myös herkkyyksianalyysin ja eri skenaarioiden avulla. Herkkyyksianalyysillä ja sen skenaarioilla pyritään kartoittamaan mahdollisia riskitekijöitä ja niiden vaikutuksia yrityksen menestykseen. Näiden skenaarioiden avulla muodostetaan kuva yrityksen taloudelliseen kehitykseen vaikuttavista tekijöistä ja

niille määritellään todennäköisyydet sekä vaihteluvälin pituus. (Copeland, Koller, Murrin 1995, 214-215.)

3.2.3 Liiketoiminnan analysointi

Liiketoimintaa analysoitaessa tarkastellaan erityisesti liiketoiminnan eri osa-alueita. Tällaisia ovat esimerkiksi yrityksen johto, asiakkaat ja muut sidosryhmät. Liiketoiminnan analyysissä voidaan tarkastella sidosryhmien lisäksi esimerkiksi tuotantolaitteita, sijaintia ja tuotteita. (Kettunen 2010.)

3.3 Substanssiarvo

Kuten johdannosta käy ilmi, substanssiarvo on yrityksen likvidaatioarvo. Likvidaatioarvoa laskettaessa yrityksen varat arvostetaan todennäköiseen arvoon, josta vähennetään luovutuksesta aiheutuneet kulut. Likvidiarvoa eli substanssiarvoa kutsutaan usein myös niin sanotuksi teurasarvoksi. Termi on kuvaava sillä se kuvaa tilannetta jossa yrityksen toiminta lopetetaan ja sen käypä omaisuus muutetaan rahaksi. (Leppiniemi 1999, 14-15, 52.)

Karkeasti ajateltuna substanssiarvo on yhtä kuin taseen loppusumma. Käyttöomaisuus ja muut pitkäaikaiset sijoitukset löytyvät tilinpäätöksen taseesta. Tilinpäätöksen tase-erät ovat jaettu pysyviin vastaaviin ja vaihtuviin vastaaviin. Eristä voidaan käyttää myös nimityksiä ”Käyttöomaisuus ja muut pitkäaikaiset sijoitukset” ja ”Vaihto- ja rahoitusomaisuus”. Jako pysyviin ja vaihtuviin suoritetaan käyttötarkoituksen mukaan. Pysyviin eriin taseessa on sijoitettu erät, jotka tuottavat tuloa jatkuvasti usean tilikauden aikana. Muut vastaavien erät ovat vaihtuvia. Pysyvät vastaavat puolestaan jaetaan aineettomiin ja aineellisiin hyödykkeisiin sekä sijoituksiin. (Blumme, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2001, 85-90)

3.3.1 Aineettomien hyödykkeiden substanssiarvo

Aineettomat hyödykkeet voidaan jakaa taseessa seitsemään eri ryhmään. Näitä ovat perustamismenot, tutkimusmenot, kehittämismenot, aineettomat oikeudet, liikearvo, muut pitkävaikutteiset menot sekä ennakkomaksut. Pääosin aineettomat hyödykkeet ovat sen kaltaisia, että niiden taloudellinen arvo muodostuu ainoastaan yrityksen tulonhankinnan kautta. Yleensä perustamismenot, tutkimusmenot, kehittämismenot, liikearvo ja muita pitkävaikutteisia menoja on vaikea erottaa yrityskokonaisuudesta tai myydä erikseen. Näin ollen substanssiarvoa laskettaessa aineettomia hyödykkeitä ei yleensä sisällytetä laskelmiin vaan ne katsotaan käytännössä arvottomiksi. Kuitenkin osa aineettomista hyödykkeistä on sellaisia joita substanssiarvolaskelmaan voidaan sisällyttää. Tällaisia ovat esimerkiksi monet käyttöoikeudet. Patenttioikeuksille, tekijänoikeuksille, valmistusoikeuksille tai muille yksinoikeuksille on usein mah-

dollista laskea arvo, joten ne voidaan sisällyttää substanssiarvolaskelmaan. Kaiken kaikkiaan aineettomien hyödykkeiden sisällyttäminen substanssiarvolaskelmaan vaatii aina tapauskohtaista harkintaa. (Leppiniemi 1999,14-15,52-53.)

3.3.2 Aineellisten hyödykkeiden substanssiarvo

Taseessa aineelliset hyödykkeet on jaettu viideksi eri ryhmäksi. Nämä ryhmät ovat maa- ja vesialueet, rakennukset ja rakennelmat, koneet ja kalusto, muut aineelliset hyödykkeet sekä ennakkomaksut ja keskeneräiset hankinnat. (Leppiniemi 1999,53.)

Aineelliset hyödykkeet ovat merkitty taseeseen pysyviin vastaaviin niiden hankintahinnan tai siitä vähennettyjen poistojen arvon mukaan. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että se vastaisi hyödykkeen todennäköistä luovutushintaa. Tällaisissa tapauksissa arvoa määriteltäessä on usein käännyttävä asiantuntijoiden puoleen, kuten esimerkiksi kiinteistövälittäjän tai tavarantarkastajien apuun. Joissain tapauksissa hyödykkeille ei ole mahdollista löytää ostajaa lainkaan. Hyödyke saattaa olla räätälöity tekemään tiettyä toimintoa liiketoiminnan tuotantoprosessin yhteydessä, eikä sillä välttämättä ole arvoa liiketoiminnasta irrotettuna osana. Toisaalta myös arvonnousu saattaa tulla kyseeseen hyödykkeiden substanssiarvoa arvioitaessa. Esimerkiksi kiinteistöissä tai osakehuoneistojen todennäköinen luovutushinta saattaa olla korkeampi kuin alkuperäinen hankintameno. (Leppiniemi 1999, 54.)

3.3.3 Vaihto-omaisuuden substanssiarvo

Vaihto-omaisuutta arvostettaessa taseessa käytetään alimman arvon periaatetta. Tämä tarkoittaa sitä, että taseeseen merkitään alin seuraavista vaihtoehdoista: alkuperäinen hankintameno, tilinpäätöspäivän todennäköinen jälleenhankintameno tai tilinpäätöspäivän todennäköinen luovutushinta. Tästä johtuen substanssiarvoa laskettaessa tasetietojen perusteella on oletettavaa, että vaihto-omaisuuden tasearvo on vähimmäishinta, jonka siitä saisi myytäessä. On kuitenkin huomioitava, että luovutusmenot on edelleen vähennettävä, sillä niitä ei tilinpäätöksessä ole otettu huomioon. Edellä mainituista syistä johtuen substanssiarvolaskelmaan tuleva vaihto-omaisuuden arvo on usein sen kirja-arvoa suurempi. Kirja-arvolla tarkoitetaan tilinpäätökseen kirjattua vaihto-omaisuuden arvoa. (Leppiniemi 1999, 55.)

Kuten Leppiniemi kirjassaan toteaa pääsäännön mukaan vaihto-omaisuus arvostetaan taseessa alimman arvon periaatteella. Tällöin, jos vaihto-omaisuuden luovutushinta on tilikauden päättyessä hankintamenoa pienempi, on erotus kirjattava kuluksi. Kuitenkin (Blumme ym. 2001, 89) huomauttaa että tilikauden päättyessä kaikki jäljellä olevan vaihto-omaisuuden hankintamenot on aktivoitava taseessa. Hankintamenoksi voidaan lukea hankinnasta ja valmistuksesta aiheutuneet kiinteät menot.

3.3.4 Saamisten substanssiarvo

Lähtökohtaisesti saamiset arvostetaan substanssiarvolaskelmassa vastaavasti kuin taseessa. Joskus kuitenkin saamisiin liittyy erityisiä ehtoja, jotka aiheuttavat eron taseen saamisten ja substanssilaskelman saamisten arvostuksen välille. Esimerkiksi koroton pitkäaikainen saaminen merkitään substanssiarvolaskelmaan sen nykyarvona. Saamisten arvoa saattavat myös vähentää erilaiset asiakkaille myönnetyt alennukset, kuten vuosialennus tai käteisalennus. Koska saamiset ovat taseessa ilman mahdollisia alennuksia, totuudenmukaisen substanssiarvolaskelman aikaansaamiseksi ne on otettava laskelmassa huomioon. Jälleen kerran Leppiniemi ottaa kirjassaan esille tapauskohtaisuuden ja huolellisen tutustumisen kohteena olevaan yritykseen. Jokainen arvonnääritystilanne on yksilöllinen ja siksi haastava. (Leppiniemi 1999, 55.)

3.3.5 Rahat ja pankkisaamiset

Koska rahat ja pankkisaamiset ovat yrityksen likvidejä varoja, ovat niiden arvo lähtökohtaisesti merkitty taseeseen vastaamaan tämän varallisuuden todellista arvoa tilinpäätöspäivänä. On kuitenkin huomioitava että esimerkiksi pitkäaikaisesti sidotut talletukset ovat merkitty taseeseen pysyvinä vastaavina sijoituksina. Rahojen ja pankkisaamisten osalta substanssiarvolaskelmaa tehtäessä on syytä noudattaa tarkkaavaisuutta ja varmistaa kassavirtojen olemassaolo sekä saamisten arvo ja perittävyys. (Leppiniemi 1999, 56.)

3.3.6 Oma pääoma

Oma pääoma on jaettu taseessa kuuteen eri alaluokkaan. Niitä ovat osake-osuus tai vastaava oma pääoma, ylikurssirahasto, arvonkorotusrahasto, muut rahastot, edellisten tilikausien voitto tai tappio, sekä tilikauden voitto tai tappio. Omistajien osuus yrityksen omasta pääomasta on se määrä joka jää jäljelle velkojen maksamisen jälkeen. Substanssiarvoa määriteltäessä tavoitteena on tämän ”todellisen” arvon määrittäminen. Tässä tapauksessa todellisella tarkoitetaan tarkastelu hetkellä realisoitavissa olevan oman pääoman todellista arvoa. Tämä tapahtuu määrittelemällä vastaavaa puolen substanssiarvo ja vähentämällä siitä velat. (Leppiniemi 1999,56.)

3.3.7 Vieras pääoma

Substanssiarvolaskelmassa velat ovat yleensä jaettu kolmeen kategoriaan. Taseessa merkitty vieraspääoma, tilinpäätöksen liitetiedoista ilmenevät mahdolliset velat sekä ne tosiasialiset velat, jotka eivät ilmene tilinpäätöksestä. Lähtökohtaisesti velat ovat merkittynä taseeseen

nimellisarvonsa mukaisesti. Usein velat ovat sidottu indeksiin tai johonkin muuhun vertailuperusteeseen. Tällöin velan määrän vaihtelut näkyvät taseessa siten, että velan kasvu yli nimellisarvon merkitään taseeseen isompana velkana, mutta vertailuperusteen mukaista velan vähenemistä taseessa ei saa huomioida. (Leppiniemi 1999, 58.)

Substanssilaskelmaan on sisällytettävä kaikki tosiasialliset velat vaikkeivät ne suoraan näkyisi-
vätkään taseesta. Tällaisia velkoja ovat sellaiset maksut, jotka tulevat maksettavaksi edellyt-
tyksenä liiketoiminnan jatkamiselle tai ne aiheutuvat liiketoiminnan lopettamisesta. Nämä
voivat olla esimerkiksi erilaisia pakollisia hankintoja tai lupia. Tämän tyyppisiä tosiasiallisia
velkoja saattaa aiheutua esimerkiksi ympäristövelvoitteista, jotka realisoituvat kun kiinteis-
tön käyttö lakkaa. (Leppiniemi 1999, 60-61.)

3.4 Tuottoarvo

Tuottoarvo on yleensä suurempi kuin substanssiarvo. Tämä johtuu niin sanotusta synergiailmi-
östä. Synergiailmiöllä tarkoitetaan, että liiketoiminnan toimiva kokonaisuus on arvokkaampi
kuin sen erillisten osien summa. (Leppiniemi 1999, 21.)

Tuottoarvon selvittämiseksi käytetään yleensä kahta vaihtoehtoista mallia. Osinkoon perustu-
vaan ja voitton perustuvaan malliin (Leppiniemi 1999,26). Tässä työssä käsitellään molempia
malleja, mutta pääpaino on voittoihin perustuvan mallin käsittelyssä.

Osinkoperusteisessa mallissa ajatellaan, että osakkeen arvo on yhtä kuin sen tulevaisuudessa
tuomien osinkojen nykyarvo (Leppiniemi 1999,26). Nykyarvon laskeminen eli diskonttaus tar-
koittaa tulevaisuudessa saatavien tulojen aika-arvon huomioonottamista tulojen arvoa määri-
tettäessä. Diskonttaus tapahtuu siten, että summan diskontattu arvo lasketaan vähentämällä
siitä diskonttokorko, jokaiselta aikayksiköltä (Wikipedia 2009a.) Nykyarvon laskemiseksi tarvi-
taan arvio odotettavissa olevista tuotoista sekä tieto tuottovaatimuksesta (Leppiniemi 1999,
27).

Niin sanotussa Gordonin mallissa oletetaan, että yrityksellä on tietty osingonjakopolitiikka
jota se noudattaa. Yrityksen jakamien osinkojen ja osinkojen odotetun kasvun perusteella
lasketaan tuleville osingoille nykyarvo. Tällöin osakkeenarvo on osinkojen nykyarvo. (Leppi-
niemi 1999, 26.)

Osinkoperusteista mallia arvonmäärityksessä käytettäessä käyttökelpoisin tapa on arvioida
tulevat osingot niin pitkälle eteenpäin, kuin se luotettavasti on mahdollista. Siitä eteenpäin
osinkojen kasvuvauhti arvioidaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

3.5 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on niin ikään tilinpäätöksen tietoihin perustuva arvonmäärittämis malli. Lisäarvomallin lähtökohtana on käyttää osinkojen sijasta laskentaperusteena yrityksen voittoja. Lisäarvomallissa yrityksen arvo määräytyy oman pääoman ja siitä saatavien lisävoittojen mukaan. Diskonttaus tekijänä käytetään oman pääoman tuottovaatimusta. Yrityksen lisävoitto tarkoittaa arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotusta. Lisävoitto kertoo miten paljon enemmän yritys pystyy tuottamaan voittoa, sijoittajien vaatiman määrän lisäksi. Käytännössä positiivinen lisävoitto tarkoittaa, että yritys pystyy tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoittelulle omalle pääomalle sijoittajan tuottovaatimusta enemmän. Lisäarvomallissa käytetään hyväksi tulosennusteita ennustettujen osinkojen tai kassavirtojen sijaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 119-121.)

Voittoon perustuvissa malleissa tulevia tuottoja ei arvioida osinkojen perusteella, vaan yrityksen tulevien voittojen perusteella. Yleensä tulevia voittoja arvioidaan budjettien avulla sekä toteutuneiden voittojen perusteella. Jäljempänä työssä käsitellään vielä tarkemmin eri voittoon perustuvia malleja. (Leppiniemi 1999, 26-27.)

3.6 Kassavirtaperusteinen malli ja vapaan kassavirran menetelmä

Kassavirtaperusteisen mallin käyttö arvonmäärittämisessä on perusteltua sillä kassavirtaperusteisessa mallissa tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Virallisissa tilinpäätöksissä on nimittäin useita tekijöitä, jotka vaikuttavat tilinpäätöksen tulokseen. Tällaisia harkinnanvaraisuuksia ovat esimerkiksi tulojen ja menojen jaksottaminen eri tilikausille. Erityisen yleisiä ovat käyttöomaisuuden investointimenojen jaksotukset poistoina sen pitoajalle. Muita tilinpäätöksen tulokseen vaikuttavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohton tuloksenjärjestely tai muut lain sallimat tilinpäätöksen joustokohdat. Kassavirtalaskelmissa seurataan ainoastaan rahan liikkeitä. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-108.)

Kuten osinkoperusteisessa mallissa myös kassavirtaperusteisen mallissa yrityksen arvo on yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo (Kallunki & Niemelä 2004, 108). Erilaisia kassavirtalaskelma malleja on useita, mutta tässä työssä käsitellään niistä yleisintä, eli niin sanottua vapaan kassavirran mallia (free cash flow FCF).

Vapaakassavirtamallissa oletetaan että pääomarakenne on velaton eli velasta aiheutuvia korkomaksuja ei ole, eikä niistä siten aiheudu verovähennysoikeutta. Ne eivät siis vähennä verojen määrää. (Kallunki & Niemelä 2004, 108.)

Vapaan kassavirran mallilla voidaan määritellä joko oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Oman pääoman arvoa ilmaistaan lyhenteellä FCFE eli free cash flow to equity. Koko yrityksen arvoa puolestaan ilmaistaan kirjainyhdistelmällä FCFF eli free cash flow to firm. Pääsääntönä pidetään, että näistä malleista valitaan se kumpi on helpoimmin sovellettavissa. (Kallunki & Niemelä 2004, 109.)

3.6.1 FCF eli vapaa kassavirta

Oman pääoman arvo lasketaan diskonttaamalla yrityksen vapaa kassavirta oman pääoman kustannuksilla. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä osuutta, joka kuuluu osakkeenomistajille. Eli kassavirtaa vähennettynä kaikilla liiketoiminnan kuluilla sekä veroilla ja koroilla. Yhtälö on kuvattu seuraavassa kuviossa numero 2. (Kallunki & Niemelä 2004, 109)

$$\text{Oman pääoman arvo} = \frac{\text{FCF}}{1 + \text{Oman pääoman kustannukset}}$$

Kuvio 2. FCF Yhtälö. (Kallunki & Niemelä 2004 109.)

3.6.2 FCFF

Mikäli yrityksen rahoitusrakenteessa on oletettavissa suuria muutoksia on FCFF malli parhaiten soveltuva. Mallissa ei tarvitse ottaa huomioon vieraan pääoman erissä korkoja eikä lyhennyksiä. Tästä johtuen FCFF malli on vähemmän herkkä ennustusvirheille. (Kallunki & Niemelä 2004, 109)

Koko yrityksen arvoa laskettaessa diskontataan yrityksen odotetut vapaat kassavirrat nykyhetken pääoman keskimääräiskustannuksilla. Pääoman keskimääräiskustannuksista käytetään lyhennettä WACC (weight average cost of capital). Koko yrityksen vapaa kassavirta saadaan toimintaan liittyvien kulujen ja verojen vähentämisen jälkeen. Koko yrityksen vapaata kassavirtaa laskettaessa ei oteta huomioon vieraan pääoman maksuja eli rahoituskuluja, kuten korkomaksuja tai osinkoja. Vieraan pääoman kulut ovat otettu huomioon diskonttaustekijänä käytettävässä WACCssa. Kokoyrityksen arvon laskeminen on kuvattuna alla olevassa kaaviossa. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-109)

$$\text{Koko yrityksen arvo} = \frac{\text{FCFF}}{1 + \text{WACC}}$$

Kuvio 3. FCFF Yhtälö. (Kallunki & Niemelä, 2004 107-109.)

3.6.3 WACC

WACC:a käytetään yleensä diskonttauskoron tavoin arvioitaessa pääomainvestointien kannattavuutta. Diskonttauskorolla pyritään ottamaan huomioon rahan aika-arvo. Wacc:ia käytetään yksittäisten projektien arvioinnin lisäksi myös yrityskauppojen ja -yhdistymisten arvioinnissa. Yrityksen kassavirtojen ennustaminen ja diskonttaus nykyarvoon on yksi vaikeitten luotettavasti arvioitavista seikoista. Yrityksen WACC on oikea diskonttaus korko silloin kun yrityksen velkaantumissuhde voidaan olettaa pysyvän suhteellisen vakiona. (Ross, Westerfield & Jaffe 2002, 550.)

3.6.4 Tyypillisen tuloksen menetelmä

Tyypillisen tuloksen menetelmää käytettäessä tulokseksi saadaan eräänlainen kokonaiskuva tulevaisuuden keskimääräisistä tuloksista. Se ilmaisee siis keskimääräisen tuloksen trendin. Tyypillinen tulos saadaan tuloslaskelman tietoja hyväksikäyttäen. Liikevaihdosta vähennetään varsinaiset liiketoiminnan kuluerät, kuten esimerkiksi ainekäyttö, henkilöstökulut, liiketilat ja muut kulut. (Asiakastieto 2006)

3.7 Goodwill eli liikearvo

Yrityksen arvo on yleensä suurempi kuin pelkästään sen osien arvo. Eli yrityksen arvo toimivana organisaationa on suurempi kuin yksittäisten tuotantotekijöiden arvojen yhteenlasketusumma. Tätä toimivan organisaation luomaa lisäarvoa Leppiniemi kutsuu toimintansa avulla luomaksi synergiaksi. Tätä synergian luomaa lisäarvoa kutsutaan niin sanotuksi Goodwill arvoksi. Goodwill voidaan laskea tuottoarvon ja substanssiarvon erotuksella, kuten kuvioista 4 näkyy. Synergiaan vaikuttavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi organisaatio, työntekijöiden erityisosaaminen, tietotaito, liikkeenjohdollinen osaaminen, hankinta- ja asiakassuhteet ynnä muut tekijät. (Leppiniemi 1999, 63.)

<p>Goodwill = Tuottoarvo - Substanssiarvo</p>

Kuvio 4. Goodwill yhtälö. (Leppiniemi 1999, 63.)

3.8 Lopullinen laskennallisen arvon määrittely

Yrityksen laskennallisen arvon määrittämisessä on hyvä käyttää apunaan monia eri arvonmäärittelytapoja. Useat tahot ehdottavatkin että lopullisen arvon löytämiseksi olisi hyvä yhdistää

eri arvonmäärittystapoja. Esimerkiksi Suomen Asiakastieto Oy kehottaa laskemaan tuottoarvon ja substanssiarvon painotetun keskiarvon. Asiakastieto painottaa materiaalissaan myös herkkyysanalyysin tärkeyttä. (Asiakastieto 2004.) Herkkyysanalyysi mittaa kyseessä olevan arvion herkkyyttä sen muuttujien muutoksille. (Wikipedia 10.3.09, Leppiniemi 31.)

4 Tutkimus

Tutkimus on opinnäytetyötä varten tehty arvonmäärittäminen Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimuksessa pyritään selvittämään luotettavasti ja realistisesti Checkpoint Systems Finland Oy:n arvo. Tutkimus toteutetaan substanssiarvoa ja tuottoarvoa laskemalla.

4.1 Tutkimusongelma

Mikä on case yrityksen arvo? Miten nykyinen taloustilanne vaikuttaa tuleviin tuottoihin ja sitä kautta nykyarvoon? Mikä on paras tapa määrittää yrityksen arvo Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa?

4.2 Case-yritys Checkpoint Systems Finland Oy

Checkpoint Systems on kansainvälinen Yhdysvaltalaisyritys, jolla on useita tytäryhtiöitä Euroopassa, Pohjois- ja Etelä-Amerikassa sekä Aasiassa. Suomessa toimivan tytäryhtiön nimi on Checkpoint Systems Finland Oy. Checkpoint Systems on vähittäismyyntialan turvajärjestelmien toimittaja ja valmistaja. Suomen tytäryhtiö myy ja asentaa vähittäismyyntialalla toimiville asiakkailleen muun muassa tuotesuojausta, valvontakameroita, valaistusratkaisuja, opasteita, teippauksia, etikettejä, tulostusjärjestelmiä sekä viivakoodijärjestelmiä. Yhtiön pääpaino on kuitenkin hävikin vähentämiseen tähtäävien kokonaisratkaisujen tarjonnassa. Checkpoint Systems Finland Oy on ollut aikaisemmin osa Esselte konsernia, mutta sittemmin siirtynyt Checkpoint Systemsin omistukseen. Yhtiö on toiminut eri nimillä Suomen markkinoilla jo parikymmentä vuotta. Yrityksellä on Suomessa erittäin vahva jalansija. Omien arvioidensa mukaan Checkpoint Systems Finlandilla on tällä hetkellä n. 70% markkinaosuus Suomen markkinoista. Checkpoint Systems Finland onkin hyvin toimiva ja terveelle pohjalle rakennettu yhtiö. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Systems Europe 2009.)

Vuoden 2004 aikana Checkpoint alkoi uuden strategiansa mukaisesti luopua pienimmistä yhtiöistään ja myydä niitä toimivalle johdolle. Unkarissa ja Tsekin tasavallassa olevat yritykset myytiin 2006, Itävallan ja Slovakian liiketoimet myytiin 2007. Pohjoismaiden liiketoiminnan myymisestä on myös käyty neuvotteluja. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Systems Europe 2009)

4.2.1 Checkpoint Systems Finland Oy:n historia

Esselte Business Systems perustettiin ruotsalaisen Esselte Ab:n tytäryhtiöksi Suomeen. Nimi Esselte tulee kirjaimista SLT = Svenska Litografista Tryckeri.

Yhtiö kasvoi nopeasti yritysostoilla sekä kansainvälisesti, että Suomessa. Yhtiö oli jaettu kahden erilliseen divisioonaan Esselte Office ja Esselte Meto. Vuonna 1999 Esselte Ab irrotti Esselte Meton omaksi yritykseksi ja vei sen Tukholman pörssiin Meto Ab nimellä. Meto Ab:n päämarkkina oli vähittäiskauppa ja tuotteet olivat myynnin edistämiseen ja hävikin torjuntaan tarvittavia tuotteita ja palveluita. Suomessa jako tapahtui siten, että alkuperäinen Esselte jäi Metolle, joka myi Esselten muun liiketoiminnan uudelle Esselte Office Products Oy nimiselle yritykselle. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

Neljä kuukautta Meton pörssiin menon jälkeen amerikkalainen Checkpoint Systems teki tarjouksen Meton osakekannasta ja joulukuussa 1999 omistus siirtyi Checkpoint Systemsille. Checkpoint Systemsin päätoimiala on vähittäiskaupan hävikin torjunta, josta muodostui myös yhdistetyn Checkpoint Meton päätoimiala. Vuonna 2001 Checkpoint Meto osti omien tuotteiden maahantuontiliiketoiminnan Thomeko Oy:ltä. Vuonna 2004 myytiin Esselte Meton aiemmin ostama etikettipaino. Samalla luovuttiin muustakin tuotannosta Suomessa. Teippituotanto ja asennukset siirtyivät Mainossulka Oy:lle joka myöhemmin myi liiketoimensa Mainossalo Oy:lle. Vuonna 2006 Yhtiön nimi muutettiin Checkpoint Systems Finland Oy:ksi (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

4.2.2 Asiakaspohja ja kilpailijat

Checkpoint on markkinajohtajana pitänyt markkinaosuutensa hyvin päivittäistavarakaupassa ja onnistunut uusien tuotteidensa markkinoinnissa. Vuonna 2009 arviolta 28% myynnistä tulee uusista, kahden vuoden sisällä esitellyistä tuotteista. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

Hintakilpailu on kiihtynyt ja sen odotetaan kovenevan jatkossakin. Tuotesuojaukseen on tullut uusi aggressiivinen ruotsalainen kilpailija, joka pyrkii hankkimaan markkinaosuutta hintoja laskemalla. He ovat onnistuneet lähinnä vaatekaupoissa. Muut kilpailijat ovat pienyrityksiä, jotka pystyvät sopeuttamaan toimintaansa nopeasti. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint Europe 2009)

Opasteiden ja miljöörakentamisen hintakilpailu on viime vuosina ollut erittäin kovaa. Tarjouskilpailuihin on tullut mukaan uusia yrityksiä, sillä kuvatulosteiden tekijöiltä ja rakennusteolli-

suudesta vapautuu kapasiteettia jolle etsitään käyttöä. Pienenevät markkinat ovat aiheuttaneet hintojen laskua, koska vähenevistä kohteista taistellaan yhä kovemmin. Alalle kasvoi kapasiteettia vahvan kasvun vuosina 2005 - 2008. Nykyisillä laskevilla markkinoilla on näin ollen kapasiteettia enemmän kuin olisi välttämätöntä. Logistiikka ja uusien tuoteryhmien tuominen kokonaispakettiin tulevat olemaan Checkpointille tärkeä kilpailukeino tulevina vuosina. (Klippi 2009, Saarinen 2009, Checkpoint europe 2009)

4.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimusmenetelminä käytetään kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia menetelmiä. Tutkimus on toteutettu tilinpäätöstietoja analysoimalla, sekä ajankohtaista tietoa markkinoista ja yleisestä talouden kehityksestä hyväksikäyttäen. Arvonmääritystutkimus perustuu tilinpäätöstietojen analysointiin, Checkpoint Systems Finlandin tulosenusteisiin, toimialan yleisiin tulevaisuuden näkyymiin ja maailmantalouden vaikutusten arviointiin. Tutkimuksen kvantitatiivista osuutta edustaa taloudellinen analyysi. Taloudellista analyysiä on käsitelty tarkemmin kappaleessa 3.2.1. Tutkimuksen kvalitatiivista puolta edustavat haastattelut ja liiketoiminnan analyysi. Pohdinnassa on muun muassa analysoitu yrityksen toimintaa, toimintaympäristöä, asiakkaita, tulevaisuuden näkymiä ja markkinoita.

Tutkimuksen kvantitatiivisen osuuden perustana on käytetty tilinpäätöstietoja. Tilinpäätöstiedoista on laskettu yrityksen arvonmäärityksen kannalta keskeisimpiä tunnuslukuja. Lasketut tunnusluvut ovat valittu tutkimuksen teoriaosuuden yhteydessä läpikäydyn kattavan lähdeaineiston perusteella. Tunnuslukuja voidaan hyödyntää muun muassa yrityskauppojen suunnittelussa ja yrityksen arvonmäärityksessä.

Arvonmääritysmalli perustuu voittoihin perustuvan tuottoarvon ja substanssiarvo pohjalta tehtyyn arvonmääritysprosessiin. Tutkimuksessa määritettävä Checkpoint Systems Finlandin markkina-arvo saadaan taseen substanssiarvon ja nykyhetken diskontattujen tulevien tuottojen yhteenlaskettuna summana. Nykyhetken diskontuilla tulevilla tuotoilla tarkoitetaan Checkpoint Systems Finlandin tulevaisuudessa saamien lisätuottojen nykyarvoa. Tulevaisuuden tuottoarvoja laskettaessa tutkimuksessa analysoitiin liikevaihto, liikevaihdon kasvuprosentti, nettotulos, nettotulosprosentti sekä tulevaisuudennettotuottojen nykyarvo.

Tutkimukseen valitut tunnusluvut ovat SIPO% (sijoitetun pääoman tuotto prosentti), OPO% (oman pääoman tuotto prosentti), omavaraisuusaste prosentti, Gearing% (velkaantumisaste prosentti), P/E-luku, P/B-luku, EV/EBIT-luku. P/E-lukua käytetään usein pörssiyritysten arvonmäärityksessä ja keskinäisessä vertailussa. P tarkoittaa yrityksen markkina-arvoa. Koska Checkpoint Systems Finland ei ole pörssiyritys ei sillä ole myöskään pörssissä noteerattua

markkina-arvoa. Tästä syystä markkina-arvoa on käytetty 10 vuoden tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa, eli tuottoarvoa.

5 Tulokset

Viidennessä luvussa on haluttu esittää ainoastaan tutkimuksessa saadut keskeisimmät tulokset. Tuloksiin johtaneet laskukaavat ovat avattuina liitetiedoissa. Tulosten tarkempi tarkastelu ja niistä tehtävä tulkinta on suoritettu kuudennessa luvussa.

5.1 Tunnusluvut

TL	2005	2006	2007	2008	Keskiarvo	Mediaani
SIPO%	0,10 %	1,30 %	2,96 %	4,32 %	2,17 %	2,13 %
OPO%	0,12 %	1,56 %	5,30 %	8,04 %	3,76 %	3,43 %
OMAVARA ISUUSAS TE%	87 %	84 %	87 %	86 %	86 %	86 %
GEARING %	-17 %	-10 %	-9 %	-18 %	-13 %	-13 %
P/E	304,42	23,59	6,56	3,98	84,64	15,08
P/B	2,84	-66,28	7,38	2,58	-13,37	2,71
EV	3245387	3245387	3245387	3245387		
EV/EBIT	-36,33	-94,28	8,38	4,11	-29,53	-16,11

5.2 Ennusteisiin perustuva voittojen tuottoarvo

	2009	2010	2011	2012	2013
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo	645132,74	441694,73	399196,89	352044,95	311544,20
Yrityksen tulevaisuuden tuottojen kumuatiivinen kehitys	645132,74	1086827,47	1486024,37	1838069,32	2149613,52
	2014	2015	2016	2017	2018
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo	275702,83	243984,81	215915,76	191075,89	169093,71
Yrityksen tulevaisuuden tuottojen kumuatiivinen kehitys	2425316,35	2669301,16	2885216,92	3076292,82	3245386,53
5v tuottojen nykyarvot yht:					2149613,52
10v tuottojen nykyarvot yht:					3245386,53
YRITYKSEN MARKKINA-ARVO (tulevaisuuden tuottojen nykyarvo + substanssiarvo)					4501237,23

6 Oma pohdinta ja tulosten tarkastelu

Kuudennessa luvussa käsitellään saatuja tutkimustuloksia. Tutkimustuloksiin johtaneet laskutoimitukset ovat avattuina liitetiedoissa. Tutkimuksen perusteena on käytetty lähteistä kerättyä teoretietoa sekä tilinpäätöstietoja. Seuraavat kappaleet sisältävät omaa pohdintaa tuloksista ja niihin johtaneista tutkimusmenetelmistä.

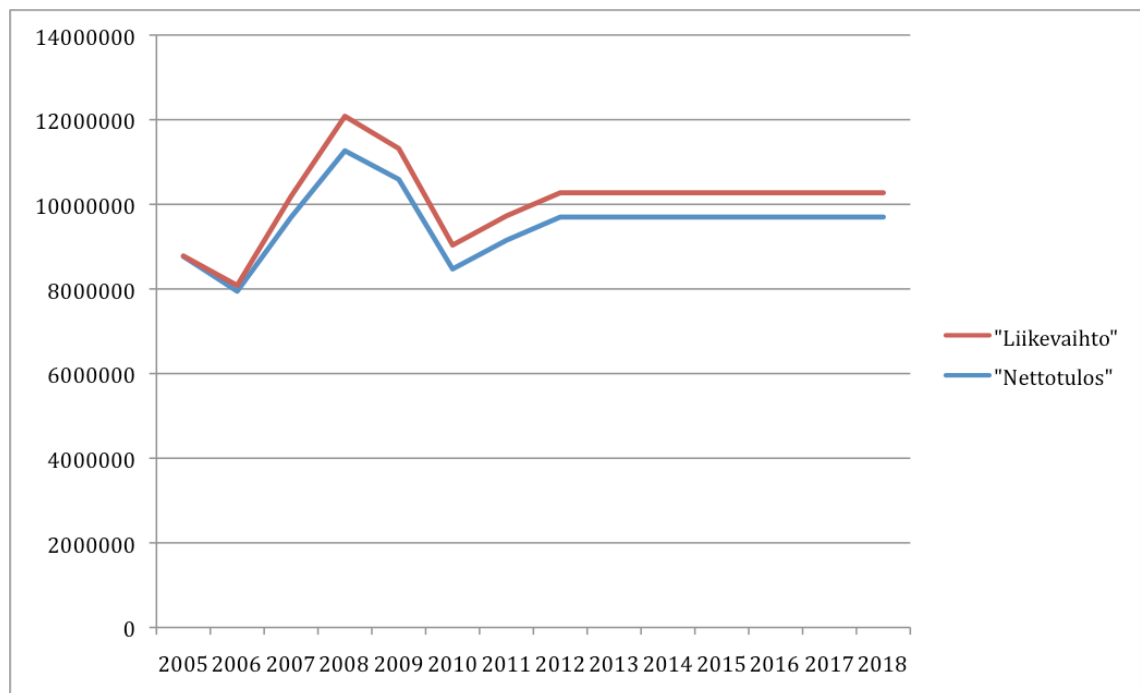
Kuudennessa luvussa on pyritty selvittämään saatujen tutkimustulosten merkitystä yrityksen toiminnalle. Luvussa on pyritty tekemään omaa tulkintaa lukujen muodostumiseen vaikuttavista tekijöistä ja saatujen arvojen keskinäisistä suhteista. Saadut arvot ovat samansuuntaisia eivätkä ole varsinaisesti ristiriidassa keskenään. Luvussa on pyritty tekemään johtopäätöksiä saatujen tutkimustulosten perusteella.

6.1 Liikevaihto

Checkpoint Systems Finlandin liikevaihto on pienentynyt vuosien 2005 ja 2006 välisenä aikana 9 %. Liikevaihdon vähentymisestä huolimatta liikevoitto ja nettotuotot ovat kasvaneet reaalisesti eli tosiasiallisesti kyseisenä ajankohtana. Liikevaihto näyttää kuitenkin kääntyneen vahvaan kasvuun vuoden 2006 jälkeen. Vuonna 2007 liikevaihto kasvoi 22 % edellisestä vuodesta ja vielä seuraavanakin vuonna 2008 liikevaihto jatkoi kasvuaan 16 prosentilla.

Myymälärakentaminen kasvoi nopeasti vuodesta 2005 aina vuoden 2008 lopulle asti. Hypermarketteja, Keskon Citymarketteja ja SOK:n Prismoja rakennettiin vilkkaasti kyseisinä vuosina. (Saarinen, 2009) Uusien kauppakeskusten avaaminen näiden vuosien aikana on omalta osaltaan vaikuttanut Checkpoint Systems Finlandin liikevaihdon kasvuun vuosina 2006-2008.

Arviot tulevaisuuden liikevaihdosta pohjautuvat Checkpoint Systems Finlandin LRP-arvioihin (Long Range Planing). Tutkimuksen mukaan näyttäisi todennäköiseltä, että liikevaihto tulee jälleen pienenevään hieman seuraavien vuosien 2009 ja 2010 aikana. Liikevaihdon pienenevään vaikuttaa omalta osaltaan maailmantalouden laskusuhdanne ja sen markkinoille mukanaan tuoma epävarmuus. Tutkimus kuitenkin viittaa siihen, että liikevaihdon pieneminen ei ole yhtä rajua kuin aikaisempina vuosina ja että liikevaihto alkaisi kasvaa jälleen vuoden 2010 jälkeen. Oheisessa kaaviossa on kuvattu liikevaihdon ja nettotuloksen kehitystä vuosina 2005-2008. Jäljempänä kaaviossa on myös graafisesti esitettyä tutkimukseen perustuvat arviot liikevaihdon kehitykselle vuosina 2009-2018. Vuoden 2012 jälkeen kehityksen on arvioitu pysyvän entisellään sillä luotettavien ennustusten tekeminen pidemmälle, arvonmääritysprosessia varten, on miltei mahdotonta.



Kuvio 5. Liikevaihdon kehitys.

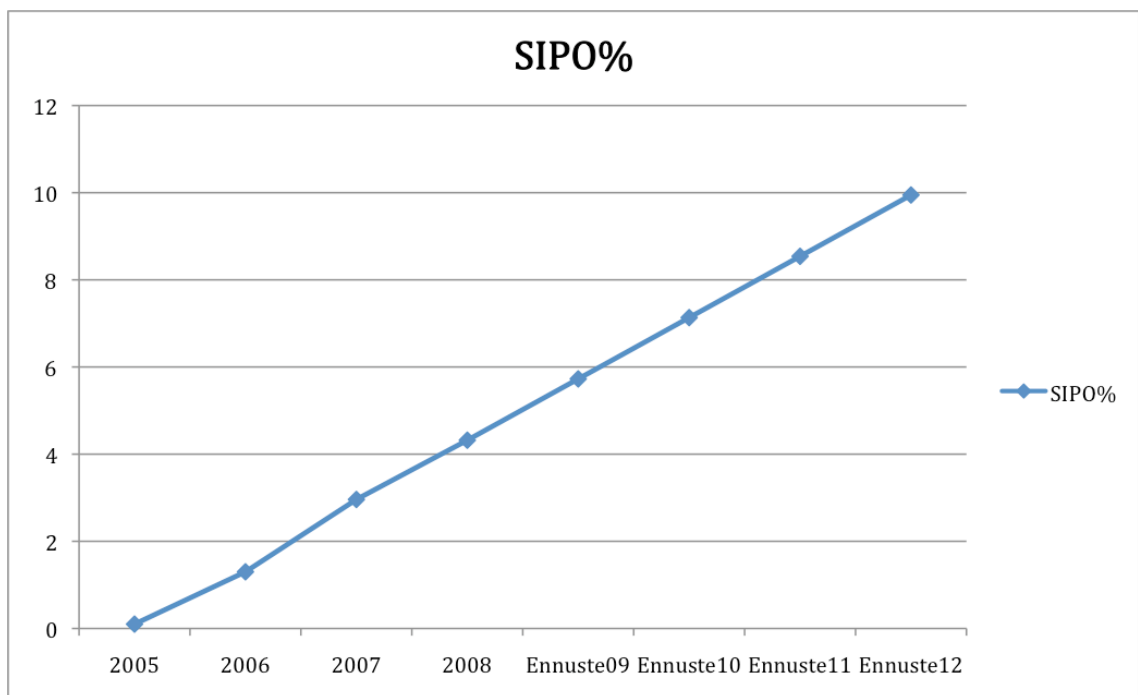
6.2 Kannattavuus

Kannattavuutta on pyritty arvioimaan sijoitetun pääoman tuottoa ja oman pääoman tuottoa laskemalla. Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan yrityksen kannattavuuteen vaikuttaneita tekijöitä.

6.2.1 Sijoitetun pääoman tuotto

Sijoitetun pääoman tuotto on kasvanut tasaisesti vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana. Vaihteluväli on ollut 0,1:n ja 4,32:n prosentin luokkaa. Vuoden 2008 SIPO%:a 4,32 voidaan pitää alhaisena. Yleisesti SIPO:n arvioinnissa lähtökohtana pidetään sitä, että saadun tunnusluvun tulisi ylittää vallitseva vähäisen riskin korkotaso muutamalla prosentilla (Taloustieto, 2009). Tämä on loogista. Sillä jos saatu korko sijoitetulle pääomalle on parempi tilillä, kuin yrityksen liiketoimintaan sijoitettuna, on kannattavampaa valita helpompi ja riskittömämpi vaihtoehto. Tällä hetkellä riskitöntä tuottoa saa esimerkiksi pankkitililtä 1-1,4% (FIM, 2010).

Vaikka sijoitetun pääoman tuotto on ollut vuosien 2005 ja 2008 aikana heikko, on se kuitenkin ollut kasvusuuntainen. Sijoitetun pääoman tuotto on kasvanut tasaisesti jokaisena vuonna tarkasteltavana ajankohtana. Otanta on ainoastaan neljän vuoden ajalta, mutta siitä voidaan johtaa trendi. Trendi on selvästi nouseva, joten Checkpoint Systems Finlandin SIPO% voidaan olettaa kasvavan tulevina vuosina. Hyvänä SIPO% voidaan pitää tuottoprosenttia joka on reilusti yli 10 %. SIPO% on kasvanut joka vuosi keskimäärin 1,4 prosenttiyksikköä. Jos oletetaan että myös tulevina vuosina SIPO% kasvaa 1,4 yksikköä, saavuttaa Checkpoint Systems Finland vuonna 2012 10 % tuoton sijoitetulle pääomalle. Seuraavasta kuviosta voidaan nähdä SIPO%:n noususuuntaisen kehityksen. SIPO% on ollut yrityksessä heikko, jos SIPO% kuitenkin jatkaa nykyistä kehitystään, tulee se olemaan hyvä jo vuonna 2012.



Kuvio 6. Sipo% kehitys.

6.2.2 Oman pääoman tuotto

Checkpoint Systems Finlandin oman pääoman tuotto prosentti on kasvanut niinikään tasaisesti vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana. Vuonna 2008 oman pääoman tuottoprosentti oli 8 prosenttiyksikköä. Oman pääoman tuottoprosentin tavoiteltava taso riippuu tuottovaatimuksesta. Oman pääoman tuottoprosentti ei välttämättä kerro yrityksen kannattavuudesta. Oman pääoman tuottoprosenttiin vaikuttaa herkästi velan määrä. Jos yritys nostaa vieraan pääoman osuutta taseessa, nostaa se samalla oman pääoman tuottoa. Olettaen tietysti että vieraan pääoman lisäys lisää myös tulosta. Oman pääoman osuus koko käytettävissä olevasta pääomasta pienenee, joten oman pääoman tuottoprosentti kasvaa. Suhteellisen pienen oman pääoman tuottoprosentin selittää siis osaksi Checkpoint Systems Finlandin velattomuus.

6.3 Vakavaraisuus

Vakavaraisuuden arviointiin tutkimuksessa on käytetty omavaraisuusastetta sekä velkaantumisastetta eli Gearing lukua. Checkpoint Systems Finlandin omavaraisuusaste on huippuluokkaa. Yli viidenkymmenen prosentin omavaraisuusastetta voidaan pitää erinomaisena. Checkpoint Systems Finlandin omavaraisuusaste vaihteli vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana 84 % ja 87 % välimaastossa. Luonnollisesti myös Checkpoint Systems Finlandin gearing-prosentti eli velkaantuneisuusaste on erinomainen.

6.4 Tunnuslukujen tulkinta

Seuraavissa kappaleissa käydään yksityiskohtaisemmin läpi saatuja tunnuslukuja. Kappaleissa paneudutaan lukuihin ja pohditaan niiden syntyyn vaikuttaneita tekijöitä. Kappaleissa on pyritty tulkitsemaan saatuja lukuja ja niiden merkitystä.

6.4.1 P/E-luku

P/E-lukua käytetään yleensä pörssissä noteerattujen yritysten osakkeiden hintojen arviointiin. Yleensä matala P/E-luku tarkoittaa että yrityksen osakkeet ovat halpoja. Tällöin kuitenkin täytyy olettaa, että yhtiön tulos pysyy jatkossa samansuuruisena. Usein kuitenkin tällaisissa tapauksissa sijoittajat uskovat yrityksen tuloksen huononevan tulevaisuudessa. Korkea P/E-luku kertoo puolestaan siitä että sijoittajat odottavat yrityksen parantavan tulostaan tulevaisuudessa. Yritysten P/E-lukujen keskiarvo on yleensä 10-20 luokkaa. (Valuatum, 2009a)

Tässä tapauksessa, kun kyseessä on arvonmääritys, P/E-luvun tuottamaa informaatiota voidaan tarkastella hieman eri näkökulmasta. Saatu P/E-luku kuvaa tilannetta, jossa yrityksen osakkeen hinnan tilalla käytetään itse laskettua yrityksen markkina-arvoa. Markkina-arvo on

laskettu tuottoarvoa hyväksikäyttäen. Eli tässä tapauksessa P/E-luvulla voidaan arvioida onko saatu markkina-arvo halpa vai kallis hinta yrityksestä.

Tutkimuksessa Checkpoint Systems Finlandille saadut P/E-luvun arvot vaihtelevat eri vuosina hurjasti 300:n ja kolmen välillä. Luvuista voisi ymmärtää että saatu markkina-arvo olisi huippukallis vuonna 2005, mutta halpa vuonna 2008. Toisaalta P/E-lukua laskettaessa nimittäjänä käytetty markkina-arvo on jokaisena laskentavuotena sama. Markkina-arvona käytetty tuottoarvo on laskettu vuosien 2008-2018 arvoilla. Vuoden 2005 P/E-lukua laskettaessa olisi vertailtavuuden kannalta ollut parempi laskea tuottoarvo vuosien 2005-2015 arvoilla ja vuoden 2006, 2006-2016 arvoilla ja niin edelleen.

Vuosina 2007 ja 2008 Checkpoint Systems Finlandin P/E-luku on ollut 6,5 ja 4 yksikköä. Arvot ovat hyvin tyypillisiä. Aikaisempina vuosina yrityksen P/E-luku on saanut huomattavasti korkeampiakin arvoja. Tämä johtuu siitä että vuosina 2005 ja 2006 tilikausien voitto on ollut huomattavasti pienempi kuin seuraavina vuosina.

6.4.2 P/B-luku

P/B-luku kuvaa yrityksen markkina-arvon ja taseen substanssiarvon suhdetta, eli kuinka paljon yhtiön markkina-arvo on yli tai alle yhtiön varallisuuden kirjanpitoarvon. Käytännössä aina markkina-arvon tulisi olla yli yrityksen varallisuuden. Jos P/B-luku on 1 tarkoittaa se että, yhtiön markkina-arvo on sama kuin taseen substanssiarvo. P/B-luku liikkuu yleensä 3-6 tienoilta. Vuonna 2006 suomalaisten pörssiyritysten P/B-luvut olivat 0,5 ja 7 välillä keskiarvon ja mediaanin osuessa 2 ja 2,2 välille. (Valuatum 2009b)

6.4.3 EV/EBIT-luku

EV/EBIT-luku lasketaan suhteuttamalla yrityksen oman ja vieraan pääoman arvo yrityksen liikevoittoon. Luvun käyttö ja tulkinta ovat samankaltaiset kuin P/E-luvulla (Martikainen & Martikainen 2002, 158). EV/EBIT-luku ottaa huomioon yrityksen velan määrän paremmin kuin P/E-luku (Kallunki ym. 2007, 165).

Vuonna 2007 Checkpoint Systems Finlandin EV/EBIT-luku oli 8,4 ja vuonna 2008 4,0. EV/EBIT-luku on hyvin saman suuntainen kuin P/E-lukukin. Tähän vaikuttanee se ettei Checkpoint Systems Finlandilla ole velkaa. Saatua EV/EBIT-lukua voidaan pitää normaalitasoisena arvona yritykselta joka tekee kohtuullista tulosta (Taipale 2009).

6.5 Substanssiarvo

Tutkimuksen mukaan Checkpoint Systems Finlandin substanssiarvoksi vuoden 2008 lopussa muodostuu 1 250 000 euroa ($10\,149\,203 - 8\,093\,352,35 - 800\,000 = 1\,255\,850$). Taseen oma pääoma on tässä laskelmassa oikaistu poistamalla käteisvarat. Jos ajatellaan esimerkiksi yritysostoa, jota varten arvonmääritys tehdään, ei ole järkeä ostaa ikään kuin käteistä käteisellä. Eli tässä tapauksessa substanssiarvoa laskettaessa omasta pääomasta on vähennetty konsernisaatavat ja käteisvarat. Konsernisaatavat ovat varoja jotka Checkpoint Systems Finland on lainannut emoyhtiölle. Konsernisaatavia Checkpoint Systems Finlandilla on 8 093 300 euroa. Käteisvarat ovat vaihdelleet vuosien 2004 ja 2008 välisenä aikana noin 800 000 ja 2 100 000 euron välillä. Tästä syystä tutkimuksessa on käytetty olettaa, että liiketoiminnan ylläpitämistä varten käteistä kassassa täytyy olla vähintään 800 000 euroa jokaisena arvonmäärityshetkenä.

Suurin osa Checkpoint Systems Finlandin substanssiarvosta muodostuu vaihto-omaisuudesta eli varaston valmiista tuotteista (626 000 euroa). Seuraavaksi merkittävin erä ovat koneet ja kalusto (14 600 euroa).

6.5.1 Varaston arvo

Vaikka varaston arvo on yli kuusisataa tuhatta euroa on vaikea arvioida varmasti mikä varaston todellinen arvo olisi jos se realisoitaisiin kerralla. Realisointikuluja tutkimuksessa ei ole otettu huomioon. Todennäköisesti kuitenkin näin suuren varaston realisointikulut ovat myös huomattavat. Jos kuitenkin arvonmääritysprosessin lähtökohtana olisi yrityskauppa, voitaisiin tutkimuksen substanssiarvoa pitää luotettavampana, sillä varaston realisointi kuuluisi luontevana osana jatkavan yrityksen toimintaan. Näin ollen realisointikulut olisi otettu huomioon jo tuottoarvoa laskettaessa liiketoiminnan kulujen muodossa.

Checkpoint Systems Finlandin varasto sisältää vain myytäviä tuotteita. Varastossa ei ole raaka-aineita. Varasto pitäisi siis olla realisoitavissa kohtuullisen helposti. Checkpoint Systems Finlandin käytäntöön kuuluu, että jos tavaran kiertoaika varastossa on 160 päivää otetaan tuotteen arvosta 50% varaus. Jos kiertoaika on enemmän kuin vuosi, tehdään tuotteesta 100% varaus. Varaukset ovat kuin poistoja tuotteista, jotka oletetaan jäävän myymättä. Varaukset ovat otettu huomioon jo taseen varaston arvossa, eli taseen varastossa on vain ne tuotteet, joista varausta ei ole tehty. Tämä viittaa siihen, että substanssilaskelmaa ajatellen, varaston arvo taseessa on hyvin todellisuutta kuvaava.

6.5.2 Koneet ja kalusto

Substanssiarvon laskeminen on periaatteessa yksinkertaista, mutta varastonarvon todellinen määrittäminen tarvitsisi laajempia tutkimuksia. Tämän tutkimuksen substanssiarvon määrittämisen perusteena on käytetty tilinpäätöstietojen arvoja, jotka eivät välttämättä vastaa täysin todellisia arvoja. Esimerkiksi koneista ja kalustosta tehtävät poistot vaikuttavat substanssiarvoa vähentävästi. Yrityksillä on mahdollisuus tehdä lainsäädännön puitteissa poistoja oman harkintansa mukaan. Poistoja saatetaan tehdä omaisuudesta esimerkiksi verotuksellisista syistä. Näin ollen yrityksen koneiden ja kaluston jäännösarvo voi olla enemmän kuin tilinpäätöksestä saattaisi olettaa.

Checkpoint Systems Finlandin koneet ja kalusto koostuu kuitenkin pääasiassa tietotekniikasta. Tietotekniikka vanhenee nopeasti, joka näkyy jälleenmyyntihinnoissa. Ottaen huomioon Checkpoint Systems Finlandin kone- ja kalustokannan rakenteen, voidaan olettaa sen taseeseen arvostetun summan vastaavan reaaliarvoa.

Suurimmat laitteet, kuten kopiokoneet ja kymmenen kappaletta autoja ovat Checkpoint Systems Finlandilla leasing sopimuksella vuokrattuja. Vaikkakin leasing-menot ovat otettu jo huomioon tuloslaskelman kuluerissä, ja sitä kautta myös arvonmäärittämisprosessissa lasketussa tuottoarvossa, on muistettava, että esimerkiksi yrityskauppoja tehtäessä myös leasing-vastuu siirtyy ostajalle.

6.6 Tuottoarvo

Tutkimuksen mukaan Checkpoint Systems Finlandin kumulatiivinen tuottoarvo vuonna 2013 on noin 2 150 000 euroa ja vuoteen 2018 asti laskettuna tuottoarvoksi tulee noin 3 245 000 euroa. Tutkimukseen on eroteltu tuottoarvo viiden vuoden tähtäimellä ja kymmenen vuoden tähtäimellä. Erottelu on tehty sen vuoksi, että arvonmäärittäminen riippuu siitä miten pitkälle tulevia tuottoja halutaan arvostaa. Mielestäni kymmenen vuotta sopii laskentaperusteeksi Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa, sillä yritys on toiminut markkinoilla pitkään ja saavuttanut vahvan jalansijan Suomessa. On todennäköistä että yritys tulee jatkossakin olemaan tuottava. Tuottoarvoa laskettaessa tulevaisuuden tuotot ovat diskontattu nykyarvoon oman pääoman tuottoarvolla 13 %. On kuitenkin huomioitava että maailmantalouden nykytilanne on epävakaa, joten myös liiketoiminnan riskit ovat kasvaneet. Tästä johtuen tuottoarvo on laskettu myös suuremmalla oman pääoman tuottoarvolla. Jos diskonttaustekijänä käytetään 15 % kymmenen vuoden aikajaksolle saadaan tuottoarvoksi noin 3 000 000 euroa. Näin ollen Checkpoint Systems Finlandin tuottoarvo asettuu 3 000 000 ja 3 245 000 euron välille. On kuitenkin huomattava, että muita tunnuslukuja laskettaessa tuottoarvona on käytetty 13 % diskonttaustekijällä saatua tuottoarvon määrää 3 245 000 euroa.

6.6.1 Nettotulos ja nettotulosprosentti

Nettotulos on kasvanut vuosien 2004 ja 2008 välisenä aika tasaisesti. Vuonna 2008 nettotulosprosentti oli 7,24 %. Eli nettotulos oli kokonaisliikevaihdosta 7,24 prosenttia. Tämä on mielestäni kohtuullisen hyvä osuus tämän kokoluokan yritykseltä. Euromääräinen nettotulos vuonna 2008 oli 816 000.

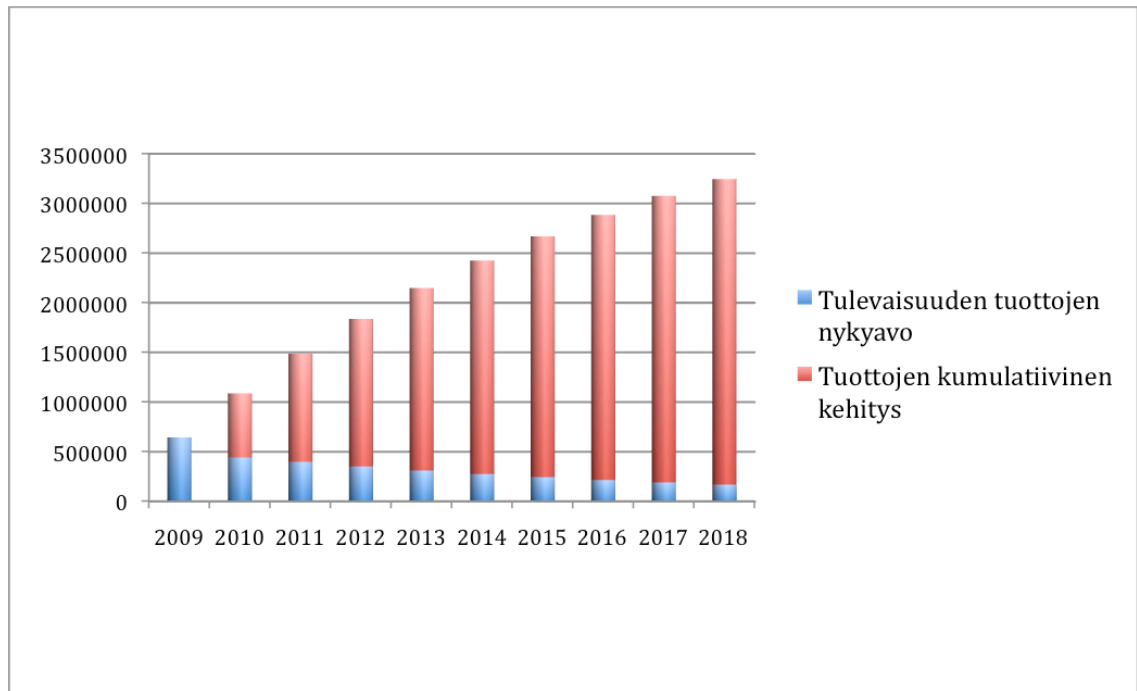
6.6.2 Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo

Tutkimuksessa arvioitiin tulevaisuuden tuottoja vuoteen 2018 asti. Tämä osuus tutkimuksesta on yksi tärkeimmistä arvonmääritysprosessissa. Kuitenkin yrityksen arvosta suurin osa muodostuu oletuksesta, että tulevaisuudessa yritys tuottaa voittoa. Se kuinka pitkälle tulevaisuuden voittoja arvioidaan on harkintakysymys.

Tulevaisuuden tuottoja on mahdoton ennustaa varmasti. Tulevaisuuden tuottoihin vaikuttavat monet tekijät, jotka eivät läheskään kaikki ole yrityksen itsensä suoranaudessa päätösvallassa. Markkinat, yhteiskunta tai ylipäänsä yrityksen toimintaympäristö eivät ole koskaan stabiilit. Tällaiset ulkopuoliset tekijät ovat haasteita, joihin yritys reagoi parhaansa mukaan. Seuraavassa kappaleessa käsitellään enemmän tulevaisuuden tuottoja ja niiden nykyarvoa.

Tutkimuksessa tarkasteltiin tulevaisuudentuottoja vuosien 2009 ja 2018 pituisella aikajänteellä. Tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa laskettaessa on käytetty diskonttaus tekijänä oman pääoman tuottovaatimusta 13 %. Tuottovaatimus perustuu Checkpoint Systems Finlandin sisäiseen pitkän tähtäimen suunnitelmaan (LRP long range planning). Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvoksi tutkimuksessa muodostui 3 245 000 euroa 10 vuoden aikajänteellä.

Oheisessa kuviossa on kuvattu Checkpoint Systems Finlandin tuottoarvon kehitystä vuodesta 2009 vuoteen 2018.



Kuvio 7. Tulevaisuuden tuottojen nykyarvo ja niiden kumulatiivinen kehitys

6.7 Markkina-arvo

Tutkimuksen tarkoitus oli tehdä arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimuksen mukaan yrityksen markkina-arvoksi muodostuu 4 500 000 euroa. Yrityksen arvo muodostuu sen substanssiarvon ja tuottoarvon yhteenlasketusta summasta.

Kymmenen vuoden tulevaisuuden tuottojen nykyarvon ja tämänhetkisen substanssiarvon yhteenlaskettu summa antaa kuvan Checkpoint Systems Finlandin tämän hetkisestä arvosta. On huomioitava, että markkina-arvoa laskettaessa substanssiarvosta on eliminoitu käteisvarat ja konsernisaatavat. Tässä tutkimuksessa tehdyn arvonmäärityksen kannalta vain yrityksen kiinteä omaisuus ja tulevat tuotot ovat oleellisia. Eli minkä arvoinen yrityksen koneet, kalusto, varasto ja liiketoiminta ovat. Käteisvarat ja konsernisaatavat ovat oikaistu pois laskelmasta, sillä ne eivät kuvaa itse yrityksen ja liiketoiminnan arvoa. Ne kuvaavat yrityksen säästössä olevia käteisiä varoja.

6.8 Teorian painoarvo

Tutkimuksessa on käsitelty arvonmäärityksen teoriaa ja tehty käytännön laskelmia Checkpoint Systems Finlandin markkina-arvon selvittämiseksi. Arvonmäärityksellä olemme voineet selvit-

tää tilinpäätöstietojen ja käytössä olleen tiedon perusteella yrityksen teoreettinen hinta. Hinnaksi saatu 4,5 miljoonaa euroa on realistinen arvio Checkpoint Systems Finland Oy:n arvosta tällä hetkellä.

On kuitenkin hyvä muistaa, että vaikka 4,5 miljoonan arvo on perusteltavissa ja se voidaan pohjata faktoihin, arvon määrittää viimekädessä se jolta asiaa kysytään. Oikeastaan olisi varmasti paras erottaa termit teoreettinen arvo ja hinta. Jos ajatellaan tapausta, jossa Checkpoint Systems Finland olisi myynnissä. Voimme laskea teoreettisen arvon, mutta loppujen lopuksi todellisen markkinahinnan kertoo se, millä hinnalla yritys lopulta myydään. Hinta riippuu ennen kaikkea siitä miten arvokas yrityksen liiketoiminta on ostajalle. Ostajalla saattaa olla muita intressejä jotka tekevät yrityksestä ostajalle arvokkaamman, kuin sen teoreettinen arvo. Esimerkiksi kilpailijan ostaminen vähentää kilpailua ja voi tuoda synergiaedun, joka luo ostajalle enemmän arvoa. Myytävä yritys voi sisältää teknologiaa, tietotaitoa tai muita infrastruktuurisia etuja, joita perinteisillä arvonmääritys menetelmillä ei voida saada tietoon. Tällaisissa tapauksissa ostaja voi olla valmis maksamaan huomattavastikin suurempia summia kuin teoreettinen arvo antaisi ymmärtää yrityksen arvoksi.

Esimerkiksi vuonna 2007 Nokia osti karttayhtiö Navteqin. Kaupalla Nokia halusi vahvistaa asemiaan navigaattori markkinoilla ja kehittää paikkasidonnaisia palveluita. Jos Navteqin vuoden 2006 77 miljoonan euron nettotuloksesta lasketaan 13 % tuottovaatimuksella tulevaisuuden tuottojen nykyarvo kymmenen vuoden päähän, saadaan 1,6 miljardia euroa. Nokia kuitenkin katsoi Navteqin huomattavasti arvokkaammaksi. Nokia maksoi karttayhtiöstä peräti 5,7 miljardia euroa. (Nokia 2007; Rainisto 2007.)

Vaikka esimerkin mittaluokka on eri, antaa se kuvaa yrityksen arvonmäärityksen haasteista. Teoria on teoriaa ja todellisen markkina-arvon määrittää loppujen lopuksi ostaja, joka maksaa yrityksestä.

Checkpoint Systems Finlandin tapauksessa ostajaa saattaisi kiinnostaa alalla tunnettu brändi. Checkpoint Systems Finland on oman alansa tunnetuin yritys Suomessa. Tällaiset seikat saattavat vaikuttaa myös yrityksestä maksettavaan hintaan.

6.9 Checkpoint Systems Finlandin tulevaisuuden näkymät

Kesällä 2008 markkinoihin iskenyt taantuma on vaikuttanut myös Checkpoint Systems Finlandiin. Vaatekauppa ja erikoiskauppa ovat alkaneet sopeutua uuteen tilanteeseen, joka näkyy Checkpoint Systems Finlandin tilauskannassa. Uusien kauppakeskusten suunnittelu on laitettu jäihin. Kuitenkaan markkinoiden suurimmat toimijat Kesko ja SOK eivät ole luopuneet aiemmista suunnitelmistaan ja jatkavat myymäläverkkoon investointia. Kesko ja SOK toimivat päi-

vittäistavarakaupan alalla. Päivittäistavarakaupan puolella taantuma ei ole vielä näkynyt ja alan kehitys on ollut juuri ja juuri positiivista. Checkpoint Systems Finlandin liikevaihdosta suurin osa tulee päivittäistavarakaupasta, joten maailmantalouden vaikutukset ovat kohdelleet yritystä hieman pehmeämmin. On kuitenkin muistettava, että markkinoiden muutosten vaikutukset näkyvät yrityksessä pienellä viiveellä. (SOK 2009; SOK 2009; Kesko 2009; Klippi 2009; Checkpoint Systems LRP 2009.)

Myymläarakentaminen supistuu vuonna 2009 n.10 % edellisen vuoden tasosta. Aloitetut projektit valmistuvat vuoden 2009 loppuun ja uusia myymäläarakentamisen suunnitelmia on tehty edellisvuotta vähemmän. (Klippi 2009)

Vuonna 2010 myymäläarakentamisen oletetaan supistuvan n.15% edellisestä vuodesta. Kuitenkin SOK kertoo jatkavansa investointisuunnitelmiansa ja heidän investointibudjettinsa on samaa luokkaa kuin vuonna 2008. Kesko on ilmoittanut investointiensa laskevat hieman, mutta ei lopettavansa investointia kokonaan. SOK ja Kesko taistelevat keskenään ruokakaupan markkinaosuuksista ja siinä myymäläverkoston ylläpito on tärkeä elementti. Tämä on Checkpoint Systems Finlandin edun mukaista, sillä molemmat ovat yrityksen isoja asiakkaita. SOK rakentaa uusia Terra myymälöitä tulevaisuudessa. Terra on rautakauppa, josta suunnitellaan kilpailijaa Keskon K-raudoille. (SOK 2009, SOK 2009, Kesko 2009, Klippi 2009, CSF LRP 2009)

Vaikka uusia myymälöitä ei rakennettaisi tulevaisuudessa samaan tahtiin kuin edellisinä vuosina, Checkpoint Systems Finland tulee saamaan myyntiä edelleen korjausrakentamisesta. Laitteistoa ja myymälöitä joudutaan uusimaan vaikkei uusia myymälöitä rakennettaisikaan.

6.10 Maailmantalouden vaikutukset

Maailmantalouden vaikutukset näkyvät välillisesti myös Checkpoint Systems Finlandin toiminnassa. Suhdanteet vaikuttavat asiakkaiden investointihalukkuuteen ja varovaisuus saattaa vähentää tulevaisuudessa myös Checkpoint Systems Finlandin myyntiä. Checkpoint Systems Finlandin tärkeimmät asiakkaat ovat kuitenkin markkinoiden suurimpia ja vakaimpia yrityksiä. Checkpoint Systems Finlandin tärkeimmät asiakkaat ovat Kesko, S-Ryhmä ja Tuko. Maailmantalouden vaikutukset näkyvät viiveellä isojen päivittäistavaraketjujen toiminnassa. Myös valtion päätös alentaa ruoan arvonlisäveroa on antanut osaltaan piristystä päivittäistavaraketjujen liiketoiminnalle.

Checkpoint Systems Finlandin tärkeimmillä asiakkailla on käynnissä olevia projekteja, joita ei ole laitettu jäihin maailmantalouden heilahteluista huolimatta. Myös suunniteltuja projekteja aiotaan edelleen toteuttaa tulevaisuudessa. Näin ollen maailmantalouden vaikutukset Check-

point Systems Finlandin liiketoimintaan näkyvät pidemmällä viiveellä, jolloin yrityksen on helpompi sopeutua niihin.

Maailmantalouden epävakaus on kuitenkin otettu huomioon Checkpoint Systems Finlandin arvonmäärityksessä. Tuottoarvon laskemiseen käytettyä diskonttaustekijää on korotettu liiketoiminnanriskien kasvettua. Alun perin diskonttaustekijänä käytettiin oman pääoman tuottovaatimusta 13 %. Liiketoiminnanriskien kasvettua on kuitenkin perusteltua laskea tuottoarvo myös korkeammalla 15 % arvolla. Tällöin voidaan olettaa, että yrityksen todellinen tuottoarvo asettuu saatujen arvojen välimaastoon.

6.11 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimusta voidaan pitää luotettavana. Tutkimuksen toteuttamiseen on käytetty oikeita menetelmiä. Valitut menetelmät ovat perusteltuja ja useissa lähteissä hyväksi havaittuja. Arvonmääritys on kuitenkin teoreettista eikä ainoaa oikeaa vastausta voida antaa. Arvonmääritystutkimuksella voidaan ainoastaan antaa perusteltu näkemys yrityksen teoreettisesta arvosta. Lopullisen markkina-arvon määrittää viimekädessä aina ostaja. Arvonmäärityksen ongelmana on myös se että saadut arvot perustuvat pitkälle toteutuneihin tuottoihin ja arvioihin tulevaisuudesta. Tulevaisuuden tuottoja ja markkinoiden kehitystä on mahdotonta arvioida aukottomasti. Arvonmääritys saattaa myös vanhentua nopeasti. Laskelman perustana käytetään tilinpäätöksestä saatavia arvoja. Arvonmääritystä seuraavana vuonna voidaan vain verrata pitkö arviot tulevasta vuodesta paikkaansa verrattaessa uutta tilinpäätöstä. Tällaisissa tapauksissa arvonmäärityslaskelmia on helppoa muokata ajantasaisiksi.

6.11.1 Työn reliabiliteetti

Tutkimus vastaa asetettua tutkimusongelmaa. Tutkimuksen tarkoitus on tehdä arvonmääritys Checkpoint Systems Finland Oy:stä. Tutkimuksessa pyritään määrittämään yritykselle totuudenmukainen ja realistinen markkina-arvo. Tutkimuksessa on määritelty teoreettinen arvo Checkpoint Systems Finland Oy:lle. Tutkimuksessa käytetyt arvot ovat luotettavia ja todellista tilannetta kuvaavia.

6.11.2 Työn validiteetti

Valitut tutkimusmenetelmät ovat oikeita tutkimuksen käyttötarkoitukseen nähden. Substanssiarvo ja tuottoarvo antavat yhdessä tunnuslukujen kanssa kattavan kuvan yrityksen arvosta. Valitut tutkimusmenetelmät ovat yleisesti käytettyjä tutkimusmenetelmiä yrityksen arvonmäärityksessä. Substanssiarvo kertoo yrityksen omaisuuden arvon. Tuottoarvo puolestaan kertoo yrityksen tulevaisuuden tuottojen nykyarvon.

Lähteet

- Blomquist, L., Blumme, N. & Simola, A-M. 1997. Duedilligence ja arvonmäärittäminen yrityskaupoissa. Jyväskylä: Gummerus.
- Brealey, R., Myers, S. & Marcus, A. 2001. Fundamentals of Corporate Finance. Boston: McGraw-Hill.
- Blumme, N., Pitkänen, T., Raunio, M. & Äärilä, L. 2001. Yritystoiminnan Uudelleenjärjestely. Helsinki: KHT-Media.
- Checkpoint Systems Finland Oy. 2009. LRP Long Range Planing. Yrityksen sisäinen selonteko.
- Checkpoint Systems Europe. 2009. About Checkpoint. [www-sivut]
<http://www.checkpoint.com/EUR/About/About_Checkpoint.aspx> Luettu 15.5.2009.
- Copeland, L., Koller, T. & Murrin, J. 2000. Valuation: Measuring and managing the value of companies. USA: McGraw-Hill Companies Inc.
- FIM. 2009. Yleistä. [www-sivut]
<<https://www.fim.com/suomi/bank/bank>> Luettu 2.2.2010.
- Funda Games Oy. 2007. Pelissä käytettävät tunnusluvut. [www-sivut]
<http://www.osakekortit.fi/index_tiedostot/Page446.htm> Luettu 16.2.2009.
- Kallunki, J-P. & Kytönen, E. 2002. Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Helsinki: Talentum.
- Kesko. 2009. Tulevaisuuden näkymät. Tilinpäätös 2008. Tiedote. [www-sivut.]
<http://www.kesko.fi/index.asp?id=C8F926B0E7054CFE8893C73D379DAF27&data=1,URL,http://www.kesko.fi/modules/page/show_page.asp?id=141027A482D346968C33A3E78D843093&laytmp=kesko2005> Luettu 24.10.2009.
- Kettunen, A. 2010. Lehtori. Laurea-ammattikorkeakoulu. Puhelinkeskustelu 18.1.2010.
- Klippi, P. 2009. Business manager. Checkpoint Systems Finland Oy. Haastattelu 23.1.2009.
- Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo. Helsinki: Talentum.
- Martikainen, T. & Martikainen, M. 2002. Rahoituksen perusteet. Porvoo: WS Bookwell.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2002. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Edita.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2003. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Edita.
- Nokia. 2007. Nokia ostaa NAVTEQin. Lehdistötiedote. [www-sivut]
<<http://www.nokia.fi/nokia/lehdisto/tiedotteet/tiedotteet?newsid=1157197>> Luettu 20.11.2009.
- Rainisto, S. 2007. Nokia aarrekartalta löytyi miljardisaalis. Talentum. [www-sivut]
<http://www.talentum.com/doc.ot?d_id=532335> Luettu 20.11.2009.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. 2002. Corporate finance. Boston: McGraw-Hill.
- Saadouni, B., Briston, R., Mallin, C. & Rob Bie, K. 1996. Security price reaction to divestments by healthy and financially distressed firms: the case of MBOs. Applied Financial Economics, Vol. 6, no: 1, 85 - 90.

Saarinen, V. 2009. Managing Director. Checkpoint Systems Finland Oy. Haastattelu 27.7.2009.

SOK-yhtymä. 2009. Vuosikertomus 2008. [www-dokumentti]
<<http://www.digipaper.fi/sok-yhtyma/27408/>> Luettu 24.10.2009.

S-ryhmä. 2009. S-ryhmän päivittäistavara-kauppa kasvoi, investoinnit ennätystasolla. [www-sivut] <<http://mediapalvelu.s-kanava.fi/>> Luettu 20.10.2009.

Suomen Asiakastieto Oy. 2006. Onnistuneen yrityskaupan valmistelu ja toteutus. Jaettu luentomateriaali.

Taipale, T. 2009. P/e-luku vie sijoittaja harhaan. Talouselämä. [www-artikkeli]
<<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/article319279.ece>> Luettu 3.1.2010.

Teemu Aho Oy. 2009. Navita-ohjelmistot. [www-sivut]
<<http://www.teemuaho.fi/wwwteemuaho.nsf/pages/Navita-ohjelmistot>> Luettu: 27.7.2009.

Valuatum. 2001a. P/E -luku. [www-sivut]
<<http://www.valuatum.com/dictionary/PE.shtml>> Luettu 26.11.2009.

Valuatum, b. 2001b. P/BV -luku. [www-sivut]
<http://www.valuatum.com/dictionary/P_BV.shtml> Luettu 26.11.2009.

Wikipedia. 2009a. Diskonttaus. [www-sivut]
<<http://fi.wikipedia.org/wiki/Diskonttaus>> Luettu 6.5.09.

Wikipedia. 2009b. Tilinpäätös. [www-sivut]
<<http://fi.wikipedia.org/wiki/Tilinpäätös>> Luettu 2.9.2009.

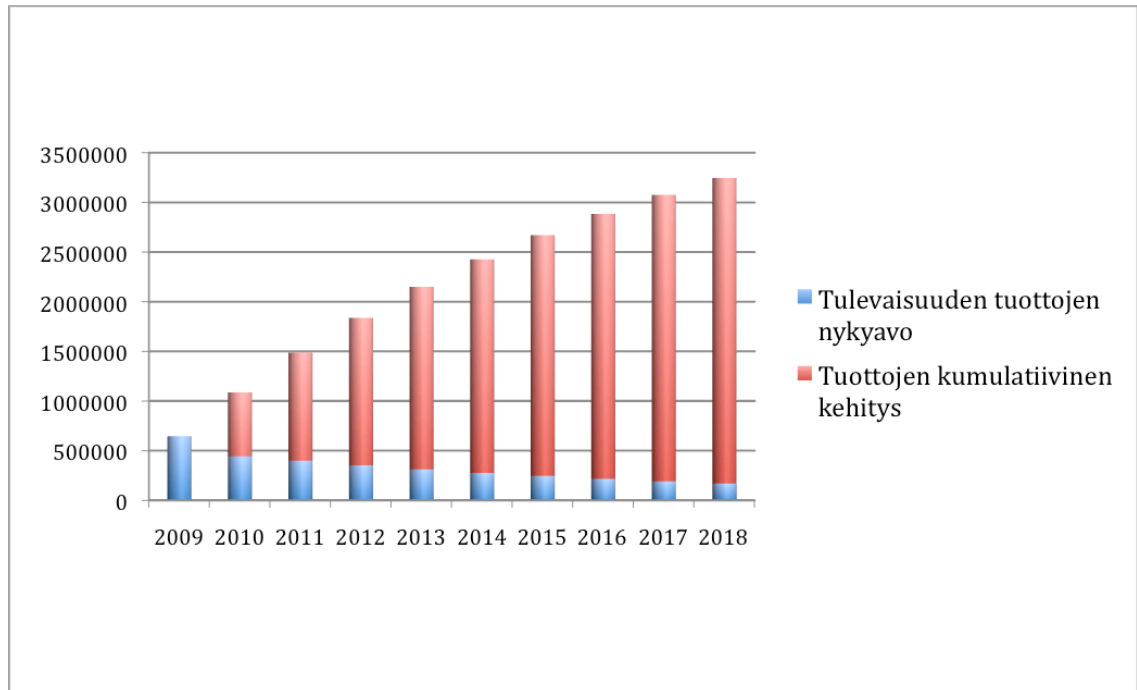
Liitteet

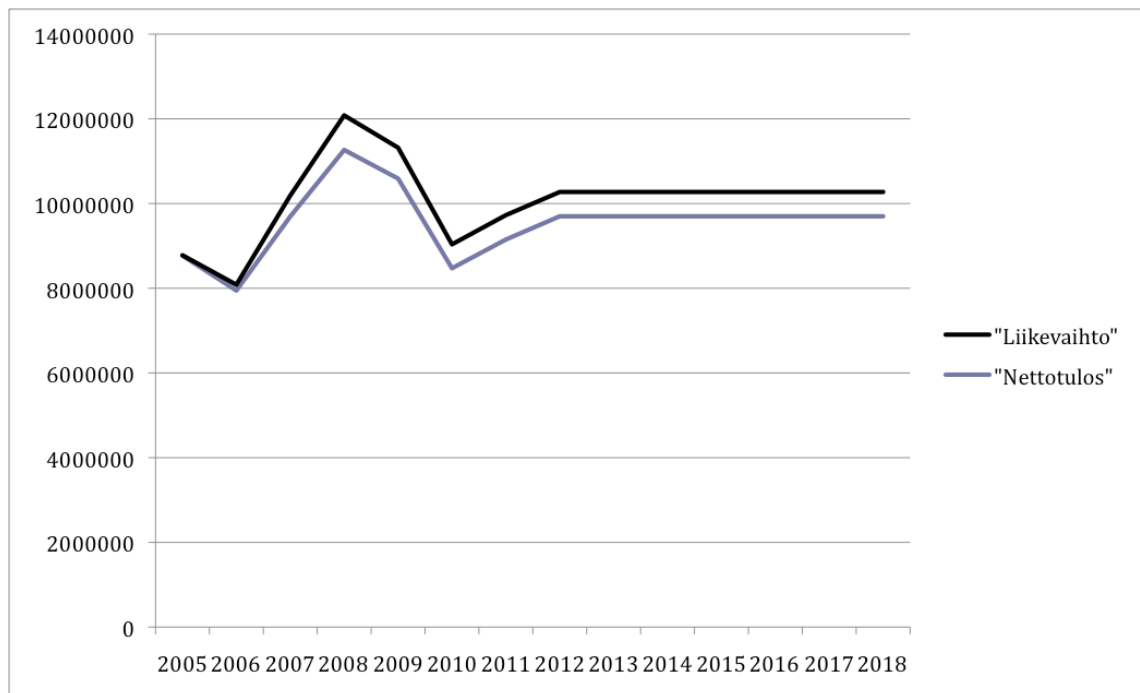
Liite 1. Checkpoint Systems Finland Oy:n tase 2004-2008	42
Liite 2. Checkpoint Systems Finland Oy:n tuloslaskelma 2004-2008.....	43
Liite 3. Tunnusluvut	44
Liite 4. Tulevaisuuden tuottoarviot.....	45
Liite 5. Tulevaisuuden tuotot (graafinen kuvaus)	46
Liite 6. Liikevaihdon kehitys (graafinen kuvaus).....	47
Liite 7. Sijoitetun pääoman tuotto trendi	48
Liite 8. Sijoitetun pääoman tuotto trendi (graafinen kuvaus).....	49

TULOSLASKELMA	2004	2005	2006	2007	2008
LIKEVAIHTO	9630447,99	8768813,91	7945992,68	9693975,45	11265519,2
Liiketoiminnan muut tuotot	912,7	0	911,57	333,45	327,87
Materiaalit ja palvelut Aineet,tarvikkeet ja tavarat					
Ostot tilikauden aikana	5022502,77	4851107,72	4243954,37	5724452,27	6890870,6
Varastjen lisäys - /vähennys +	40285,08	24030,15	103264,13	71163,47	-139825,92
ulko puolliset palvelut	177060,32	163566,02	177932,41	238963,92	256366,66
	-5239848,17	-5038703,89	-4525150,91	-6034579,66	-7007411,34
Henkilöstökulut					
Palkat ja palkkiot	1581212,21	1519156,22	1347055,99	1217319,6	1273906,38
Henkilöstösivukulut					
Eläkekulut	272539,01	250078,35	217475,49	204666,47	224198,92
muutenkilöstösivukulut	87582,42	85214,48	75354,61	70141,07	58583,5
	-1941333,64	-1854449,05	-1639886,09	-1492127,14	-1556688,8
Poistot ja muut arvonalentumiset					
Suunitelmanmukaiset poistot	-1	-13000	-14009	-11587	-20273,42
Liiketoiminnan muut kulut	-1	-1952000	-1802282,67	-1768843,27	-1891244,9
LIKEVOITTO	2450176,88	-89339,03	-34424,42	387171,83	790228,61
Rahoitustuotot ja kulut					
Korko ja rahoitustuotot yhteensä		100000	172000	284144,07	334427,64
Saman konsernin yrityksiltä				264678,14	298702,32
Muilta				19466,93	35725,32
Korkokulut ja muut rahoituskulut yhteensä		-1000	-1000	-1239,97	-105,3
Muille		99000	171000	282904,1	334322,34
VOITTO ENNEN SATUNNAISERÄÄ	2450176,88	10660,97	137575,58	670075,93	1124550,95
VOITTO ENNEN TILINPÄÄTÖSSIIRTOJA JA VEROJA	2450176,88	10660,97	137575,58	670075,93	1124550,95
Tuloverot	0	0	0	-175470,95	-308378,58
TILIKAUDEN VOITTO/TAPPIO	2450176,88	10660,97	137575,58	494604,98	816172,37
Nettotuotto - Rahoitustuotot		-89339,03	-34424,42	210460,91	481744,73

	2005	2006	2007	2008	Keskiarvo	Mediaani
SIPO-% (Sioitetun pääoman tuotto prosentti) = (nettotulos + korkokulut + välittömät verot) / (oma pääoma + vieras pääoma - korottomat velat)	0,10 %	1,30 %	2,96 %	4,32 %	2,17 %	2,13 %
OPO tuotto% (Oman pääoman tuotto) = nettotulos / oma pääoma	0,12 %	1,56 %	5,30 %	8,04 %	3,76 %	3,43 %
Omavaraisuusaste% = oma pääoma / oma + vieras pääoma	87 %	84 %	87 %	86 %	86 %	86 %
Gearing% (velkaantumisaste) = (korolliset velat - kassa ja pankkisaamiset sekä rahoitusarvopaperit) / oma pääoma	-17 %	-10 %	-9 %	-18 %	-13 %	-13 %
P/E (Price per Earnings) = oman pääoman markkina-arvo/nettotulos (OPO:n markkina-arvona käytetty OPO:n tasearvoa)	304,42	23,59	6,56	3,98	84,64	15,08
P/B (Price per Book Value) =oman pääoman markkina-arvo/tasesubstanssi	2,84	-66,28	7,38	2,58	-13,37	2,71
EV (Enterprice value) Yritysarvo eli omanpääoman markkina-arvo.	3245387	3245387	3245387	3245387		
EV/EBIT (Enterprice value to Earning Before Intrest and Tax) = yritysarvo/liiketulos = oman pääoman markkina arvo + korolliset nettovelat/liiketulos	-36,33	-94,28	8,38	4,11	-29,53	-16,11
Nettotuloksella (sekä toteutuneella että arvioidulla) tarkoitetaan rahoituserien, verojen sekä mahdollisten vähemmistöosuuden jälkeistä tulosta.						
Oman pääoman markkina-arvo tulee tulevaisuuden tuotosta arvioidusta osakkeitten arvosta, joka on 325000e. Osakkeiden arvioitu arvo tulee tulevaisuuden 10v tuottojen arvioiduista yhteenlasketusta summasta.						
Liiketulos on tulos ennen rahoitus kuluja						

1)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liikevaihto	8768814	7945993	9693975	11265519	10590000	8472000	9150000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000	9699000
Kasvu prosentti		-9 %	22 %	16 %	-6 %	-20 %	8 %	6 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Nettotulos	10660,97	137575,6	494605	816172,4	729000	564000	576000	574000	574000	574000	574000	574000	574000	574000	574000
Nettotulos prosentti	0,12 %	1,73 %	5,10 %	7,24 %	6,88 %	6,66 %	6,30 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %	5,92 %
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo					645132,7	441694,7	399196,89	352044,95	311544,2	275702,83	243984,81	215915,76	191075,89	169093,712	
tuottojen kumuatiivinen kehitys					645132,7	1086827	1486024,4	1838069,3	2149613,5	2425316,4	2669301,2	2885216,9	3076292,8	3245386,53	
5v tuottojen nykyarvot yht:	2149614														
10v tuottojen nykyarvot yht:	3245387														
YRITYKSEN MARKKINA-ARVO (tulevaisuuden tuottojen nykyarvo + substanssiarvo)	4501237														
					Tulevaisuuden netotuottojen nykyarvo on laskettu seuraavasti: Nettotulos x Diskonttauskerro Vuosi2009: 729000/1,13, Vuosi 2010: 564000/(1,13*1,13) Vuosi 2011: 576000/(1,13*1,13*1,13) jne.										
					Markkina-arvo on laskettu lisäämällä substanssiarvo ja tuottoarvo keskenään: 3245387+1255850,70=4501237										
Tulevaisuuden liikevaihto ja nettotulos pohjautuvat Checkpoint Systems Finlandin LRP-arvioihin. LRP (Long Range Planing) NPV (Net Present Value)															
Tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa laskettaessa on käytetty diskonttaus tekijänä Omanpääoman tuottovaatimusta 13%.															
2)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Tulevaisuuden tuottojen nykyarvoa laskettaessa on käytetty diskonttaus tekijänä Omanpääoman tuottovaatimusta 15%. Tuottovaatimusta on korotettu yleisen taloustilanteen heikentymisen tuoman riskitekijän vuoksi.															
Tulevaisuuden nettotuottojen nykyarvo					633913	426465	378729,35	328186,36	285379,45	248156,04	215787,86	187641,62	163166,62	141884,021	
Yrityksen tulevaisuuden tuottojen kumuatiivinen kehitys					633913	1060378	1439107,4	1767293,8	2052673,2	2300829,3	2516617,1	2704258,7	2867425,4	3009309,4	
5v tuottojen nykyarvot yht:	2052673														
10v tuottojen nykyarvot yht:	3009309														
YRITYKSEN MARKKINA-ARVO (tulevaisuuden tuottojen nykyarvo + substanssiarvo)	4265160														
					Tulevaisuuden netotuottojen nykyarvo on laskettu seuraavasti: Nettotulos x Diskonttauskerro Vuosi2009: 729000/1,15, Vuosi 2010: 564000/(1,15*1,15) Vuosi 2011: 576000/(1,15*1,15*1,15) jne.										
					Markkina-arvo on laskettu lisäämällä substanssiarvo ja tuottoarvo keskenään 3009309+1255850,70=4265160										





	2005	2006	2007	2008	Ennuste09	Ennuste10	Ennuste11	Ennuste12
SIPO%	0,1	1,3	2,96	4,32	5,73	7,13	8,54	9,95
Kasvua edellisestä vuodesta yksikköä		1,2	1,66	1,36				
Keskimääräinen kasvu yksikköä				1,406667				
Prosentuaalinen kasvu		1200 %	78 %	218 %				
SIPO on kasvanut tasaisesti vuosien 05-08 aikana. Keskimäärin 1,4 yksikköä vuodessa. Ennusteet ovat saatu lisäämällä edellisvuoden sipo ja keskimääräinen kasvu. 2009 4.32+1.406=5.73, 2010 5.73+1.32=7.13 jne.								

