



**LAUREA**  
AMMATTIKORKEAKOULU  
*Yhdessä enemmän*

# Arvonmääritys yrityskaupassa - Case: Yritys X

Elina Paavola

2018 Laurea



Laurea-ammattikorkeakoulu

## Arvonmääritys yrityskaupassa -Case: Yritys X

Elina Paavola  
Liiketalouden koulutus - tradenomi  
Opinnäytetyö  
Marraskuu, 2018 2018

Elina Paavola

Elina Paavola

Arvonmääritys yrityskaupassa - Case Yritys XArvonmääritys yrityskaupassa -Case: Yritys X  
2018 2018 Sivumäärä 39

---

Yrityskauppa tarkoittaa liiketoiminta- eli substanssikauppaa tai osakekauppaa. Syitä yrityskauppoihin on useita. Yrityskauppaprosessit saattavat olla pitkiä ja monimutkaisia. Tässä työssä keskitytään yrityskauppoihin ja arvonmäärittämiseen listaamattomien pienten ja keskisuurten yritysten osalta. Työhön on otettu mukaan niin ostajan kuin myyjän näkökulma yrityskauppaprosessiin ja arvonmäärittämiseen. Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää toimeksiantajayritys X:n arvo. Lisäksi työn tarkoituksena on selkeyttää toimeksiantajalle yrityksen nykytilannetta ja mahdollisia toimenpiteitä ostajan löytämiseksi.

Opinnäytetyö on kvalitatiivinen tapaustutkimus. Tutkimusongelmana oli selvittää yritys X:n arvo. Tutkimuksen pääkysymyksiä ovat: Miten valita arvonmääritysmenetelmät ja mitkä ovat yrityksen arvokkaat ominaisuudet? Alakysymyksenä voidaan pitää kuinka päästään samaan näkemykseen myyjän ja ostajan näkökulmasta? Toimeksiantajan pyynnöstä yritys X:n nimeä tai taloudellisia numeroita ei työssä esitetä. Yritys toimii kulttuuri- ja ravintola-alalla.

Opinnäytetyön teoriaosuudessa on tutkittu aiheeseen liittyvää kirjallisuutta, sähköisiä lähteitä sekä olemassa olevia tutkimuksia. Työn empiriaosuudessa on haastateltu toimeksiantajaa sekä samankaltaisten yritysten ostanutta yrittäjää. Tutkimusta varten hyödynnettiin olemassa olevia dokumentteja, tässä tapauksessa toimeksiantajalta saatuja tilinpäätöksiä.

Haastattelujen ja teoriasta poimittujen tietojen avulla on valittu arvonmäärittämisprosessiin arvonmääritysmallit ja -menetelmät. Arvonmäärittämisen prosessi koostuu strategisesta analyysistä, tilinpäätösanalyysistä sekä tulevan kehityksen arvioinnista. Strategista analyysia varten luotiin SWOT-analyysi, jonka pohjalta voitiin aloittaa tulevan kehityksen analysointi. Tilinpäätösanalyysissä laskettiin kannattavuuden, maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnuslukuja. Tulevaisuuden strategisen suunnitelman lisäksi laadittiin budjetit viidelle vuodelle. Arvonmääritysmenetelmäksi teorian ja haastattelujen perusteella valikoitui tuottoarvomenetelmä. Budjettien avulla voitiin laskea tulevaisuuden kassavirrat, käyttökatteet ja tulokset. Vertailua varten yritykselle laskettiin substanssiarvo. Lisäksi haastattelujen perusteella poimittiin ja analysoitiin yrityksen arvokkaita ominaisuuksia.

Eri tuottoarvomenetelmillä saadut tulokset ovat yllättävän lähellä toisiaan. Kuitenkin kun esimerkiksi diskontattujen kassavirtojen mallissa tuloksesta vähennetään yrityksen velat, on osakkeenomistajien osuus negatiivinen. Vertailun vuoksi laskettu substanssiarvo on nolla, sillä yrityksen velat ovat suuremmat kuin varat. Yrityksellä on kuitenkin selkeästi potentiaalia. Tulokset puoltavat yrityksen myyntikuntoon laittamista ja ostajan etsimistä myöhemmin tulevaisuudessa. Yritys on osaamiseltaan, tunnettuudeltaan ja maineeltaan arvokas. Tutkimus osoittaa että jos yrityskauppa tehtäisiin nyt, suositeltavaa olisi tehdä se liiketoimintakauppana.

Asiasanat: Arvonmääritys, yrityskauppa, tuottoarvo

Elina Paavola

Elina Paavola  
**Company Valuation - Case: Company X**  
2018                      2018

Pages                      39

---

The topic of this thesis is the acquisition, acquisition process and valuation of a small unlisted company. Acquisition processes can be long and complex. This thesis examines acquisition processes and company valuation both from the seller's and from the buyer's point of view. The purpose of this thesis is to determine the value of company X and to find out what is the company's status and what kind of actions should be taken to find a possible buyer.

This thesis is a qualitative case study. The research problem was to determine the value of company X. The main research questions are how to choose valuation methods and what are the company's valuable features. A further question is how to help the seller and buyer achieve the same point of view. Company X requested not to show the company's name or financial numbers. Company X is in the hospitality and culture industry.

The theoretical part of the thesis is based on literature, electronic sources and previous studies. The empirical part of the study is based on interviews and company X's financial statements.

The valuation process includes strategic analysis, financial statement analysis and analysis of the future. For the strategic analysis SWOT -analysis was done, and the future analysis was based on that. Key figures of viability, liquidity and solvency were calculated from the financial statements. Budgets were made for the future containing five years. Future cash flows, EBITDA's and results of the financial years could be estimated and discounted from the budgets. The net asset value was calculated to compare the future values.

The results did not differ much from one another, however, when debts were reduced from discounted cashflows, the shareholder's share is negative. The net asset value is also negative. Results also show that the company has much potential and actions can be taken to find a buyer in the future. The company has valuable features like know-how and reputation.

Keywords: acquisitions, company valuation, future value

## Sisälllys

1	Johdanto.....	7
2	Yritys X esittely ja toimiala .....	7
2.1	Toimiala .....	7
3	Yrityskauppa .....	10
3.1	Yrityskaupat yleisesti .....	10
3.2	Osakekauppa .....	11
3.3	Liiketoimintakauppa .....	12
4	Yrityskauppaprosessi .....	12
4.1	Yrityskauppaprosessi myyjän näkökulmasta .....	12
4.2	Yrityskauppaprosessi ostajan näkökulmasta .....	13
5	Arvonmääritys.....	13
5.1	Arvonmääritysprosessi .....	14
5.1.1	Strateginen analyysi.....	14
5.1.2	Tilinpäätösanalyysi .....	15
5.1.3	Tuleva kehitys.....	15
5.2	Arvonmäärityksen menetelmät ja mallit.....	16
5.2.1	Markkina-arvo .....	16
5.2.2	Tuottoarvo.....	17
5.2.3	Substanssiarvo .....	17
5.2.4	Arvokkaat ominaisuudet .....	18
6	Tutkimus.....	18
6.1	Kvalitatiivinen tutkimus.....	18
6.2	Tapaustutkimus.....	19
6.3	Tutkimusongelma, tutkimuskysymykset ja rajaus .....	19
6.4	Tutkimusmenetelmät ja aineisto .....	20
7	Haastattelut ja analysointi.....	21
7.1	Yritys X omistajan haastattelu .....	21
7.2	Ostajan näkökulmia .....	22
8	Yritys X:n arvonmääritys .....	23
8.1	Strateginen analyysi .....	23
8.2	Tilinpäätösanalyysi ja tunnusluvut.....	24
8.2.1	Kannattavuus.....	25
8.2.2	Vakavaraisuus .....	26
8.2.3	Maksuvalmius.....	26
8.3	Tuleva kehitys .....	27

8.4	Tuottoarvo .....	27
	8.4.1 Kassavirta.....	28
	8.4.2 Käyttökate .....	30
	8.4.3 Tulevien tulosten diskonttaus .....	30
8.5	Substanssiarvo .....	31
8.6	Arvokkaat ominaisuudet.....	31
	8.6.1 Kilpailukyky, markkina-asema, sijainti ja ulkoiset uhat .....	31
	8.6.2 Historia ja tunnettuus .....	32
	8.6.3 Osaaminen, organisaatio ja sisäinen toimintapa .....	32
9	Yhteenveto ja lopputulos .....	33
10	Pohdinta ja jatkokysymys .....	34
	Lähteet.....	36
	Kuviot .....	39

## 1 Johdanto

Yrityskaupalla tarkoitetaan liiketoiminta- eli substanssikauppaa tai osakekauppaa. Hinta ei ole sama asia kuin arvo. Se toki voi olla. Arvo ottaa huomioon tulevaisuuden kyvyn tuottaa kassavirtoja ja on todennäköisin hinta ostajan ja myyjän välisissä neuvotteluissa (Seppänen 2017, 25). Seppänen (2017, 58) toteaa arvon perustan määrittämisen kannalta olennaista olevan yritystoiminnan jatkuminen tulevaisuudessa, jatkuuko se vai onko toiminta tarkoitus lopettaa.

Yrityskauppojen kirjo on moninainen ja syitä kauppohin on lukuisia. Tässä työssä keskitytään pieniin ja keskisuuriin osakeyhtiöihin ja yrityskauppoihin ostajan ja myyjän näkökulmasta. Opinnäytetyö on toimeksianto, jossa pyritään selvittämään yritys X:n arvo. Työn tarkoituksena on myös selvittää yrittäjälle yrityksen tilannetta ja mitä mahdollisia toimenpiteitä tulisi tehdä ennen ostajan etsimistä.

## 2 Yritys X esittely ja toimiala

Yritys X on perustettu vuonna 2009 ja sijaitsee Kanta-Hämeessä. Yritys tarjoaa kulttuuri-, musiikki- ja ravintolapalveluja. Yritys X on elävän musiikin ja kulttuurin klubi, jossa kaikenikäiset, taustasta ja varallisuudesta riippumatta voivat nauttia monipuolisesta kulttuuri- ja viihdetarjonnasta. Yritys X tarjoaa muunneltavan tilan erilaisten esiintyjien käyttöön, taiteenlajiin tai -tyyliin katsomatta. Musiikki- ja kulttuuritapahtumien lisäksi ravintola toimii kanta-hämäläisten olohuoneena. Yritys X on luonut intiimin ja kotoisan, mutta tehokkaasti toimivan kokonaisuuden. (Yritys X 2008.)

Yrityksessä työskentelee yrittäjän lisäksi keskimäärin neljä työntekijää. Yritys toimii vuokratuissa tiloissa, eikä tarjoile ruokatuotteita. Koneet ja laitteet yritys omistaa osittain itse, osittain laitteet ovat vuokrattuja. Ravintola vuokraa tilojaan yksityistilaisuuksiin. Alunperin yrityksessä on ollut enemmän omistajia, tällä hetkellä yrityksen kaikki osakkeet omistaa yksi henkilö. Ravintola-alalle tyypillisesti yrityksellä on ollut ylä- ja alamäkiä. Tällä hetkellä yritys on yrityssaneerausessa. Jos maksuohjelmassa pysytään, saneeraus päättyy vuonna 2019. Henkilökohtaisista syistä yrittäjä on miettinyt yrityksensä myymistä kokonaan tai osittain. Yrittäjän pyynnöstä liikevaihtoa tai muita lukuja ei näytetä tässä työssä. (Yrittäjä X 2017.)

### 2.1 Toimiala

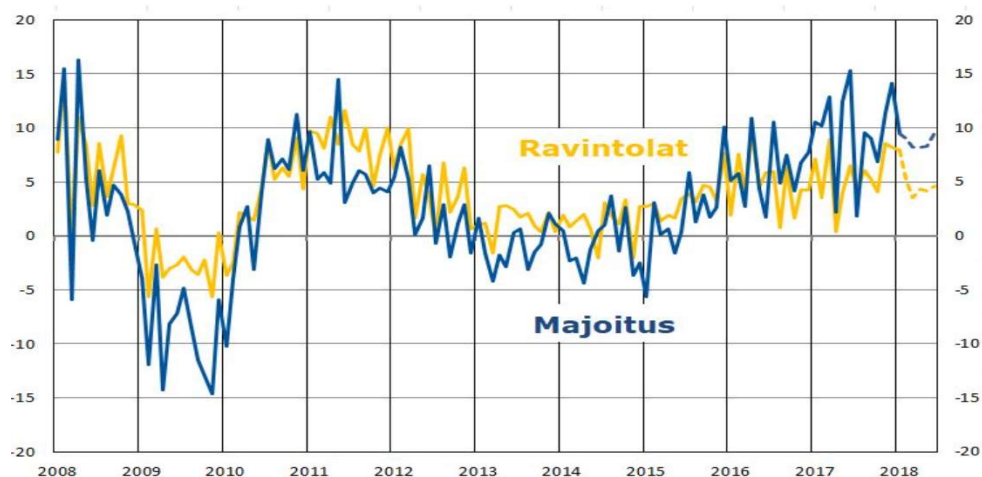
Matkailu- ja ravintola-ala on merkittävä työllistäjä Suomessa. Matkailu- ja ravintolapalvelut MaRa ry:n mukaan toimiala työllistää tällä hetkellä enemmän kuin esimerkiksi maatalous- tai elintarviketeollisuus. (MaRa ry. 2018a.) Ala on monikäsitteinen ja tilastoissa usein yhdistetään kaikki ravintolapalveluja tuottavat yritykset, jolloin yksilöidyn tiedon saaminen vain tietyn tyyppisistä ravintoloista on lähes mahdotonta. Kulttuuri- ja ravintola-alalle on tyypillistä

yhteiskunnan nousu- ja laskukausien näkyminen. Tilastokeskuksen toimialaluokitus 2008 (Tilastokeskus 2018) määrittelee ravitsemistoiminnan alle kuuluvien olut- ja drinkkibaarien toiminnan seuraavasti: ”Tarjolla on pääasiassa alkoholijuomia. Omassa keittiössä valmistettuja ruoka-annoksia ei ole, mutta tarjolla voi olla muualla valmistettuja, mahdollisesti paikan päällä lämmitettäviä annoksia.”

Alkoholijuomien myynti ravintoloissa on laskenut merkittävästi viimeisen 20 vuoden aikana. Vuonna 2000 alkoholijuomien osuus ravintoloiden kokonaismyynnistä oli 65 %. Nykyisin se on 35 %. Vuonna 1995 ravintolat myivät 20 % kaikesta myydyistä alkoholista, kun luku on tänäpäivänä enää 10 %. Alkoholiiin liittyvä työllisyys on laskenut 10 000-15 000 henkilöllä. (Mara ry. 2018b.)

#### Liikevaihdon vuosimuutos aikavälillä 2008-2018

(ennuste: katkoviiva)



Kuvio 1: Ravintoloiden liikevaihdon kehitys aikavälillä 2008-2018 (MaRa ry. 2018).

MaRa ry. tekemän liikevaihtoennusteen mukaan ravintoloiden liikevaihto olisi tammikuussa 2018 +8,0 % mutta olisi laskevalla tasolla +4,6 %:in kesäkuuhun 2018 mennessä (MaRa ry. 2018c).

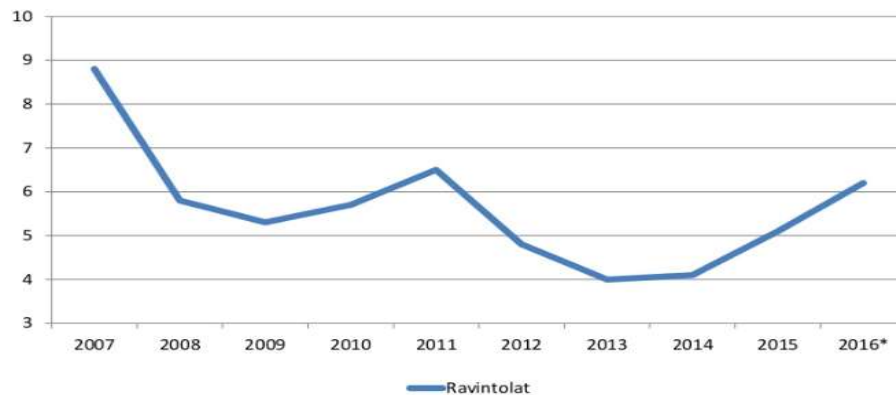


Kannattavuus:

## Ravintoloiden käyttökate

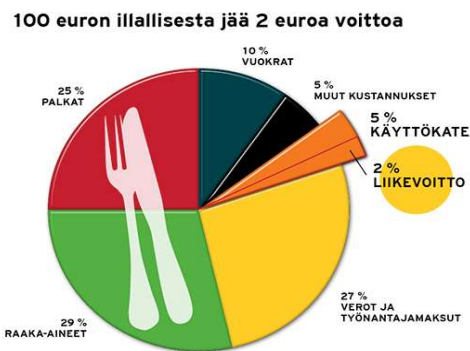
Pientä parannusta, mutta finanssikriisiä edeltäneelle tasolle on vielä matkaa

Käyttökateprosentti



Kuvio 2: MaRa ry:n (2018) mukaan toimialan ongelmana on yritysten heikko kannattavuus.

Valtion asettamat lait ja verotus myös rasittavat toimialaa uudistuneesta alkoholilaista huolimatta. Toimialasta tietämiseen oleellista on kustannusrakenteen ymmärtäminen. Kyse on palvelualasta, jossa ihminen palvelee ihmistä.



Kuvio 3: Kustannusrakenne (Mara ry. 2018).

Yrittäjä XY (2017) sanoo alan pohjautuvan paljon konseptiin ja henkilökuntaan. Ala on rajallinen, jonka kasvupotentiaalia on rajoitettu esimerkiksi asiakaspaikkojen määrällä. Asiakaspaikkamäärällä pystytään laskemaan minkä verran voidaan myydä ja ”se on sit siinä”. (Yrittäjä XY 2017.)

### 3 Yrityskauppa

Yrityskauppa määritellään kilpailulain pykälässä 21 (2011) seuraavasti:

- kirjanpitoaissa tarkoitetun määräysvallan tai vastaavan tosiasiallisen määräysvallan hankkiminen
- elinkeinonharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkiminen
- sulautuminen
- sellaisen yhteisyrityksen perustaminen, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä

Yrityskauppoihin on useita eri syitä. Usein kyseessä on yrittäjän eläköityminen, jolloin yrittäjä etsii yritykselleen jatkajaa joko myynnillä tai sukupolvenvaihdoksella. Joskus kyseessä on yrittäjän jaksamisen ja motivaation loppuminen, joskus fuusio suuremman yrityksen kanssa on kasvun kannalta järkevää. Monelle yrittäjäksi haluavalle valmiin yrityksen ostaminen on järkevämpi vaihtoehto kuin täysin uuden perustaminen. (Katramo, Matinlauri, Niemelä, Svennis & Wilkman 2011, 183.)

Myyjän ja ostajan motivaatiot ja näkemykset kauppaa kohtaan ovat usein hyvin erilaiset. Useimmiten myyjälle on edullisempaa, ainakin verotuksellisesta näkökulmasta katsoen, myydä yrityksen osakkeet. Ostajalle taas liiketoiminnan ostaminen on usein edullisempaa. (Katramo ym. 2011, 183.) Tavanomaisissa yritysjärjestelyissä pyritään ns. verojatkuvuuteen, joka ei aiheuta yritykselle tai omistajille välittömiä tuloverovaikutuksia, jolloin puhutaan verotuksellisesti neutraalista liiketoiminnan rakenteen muutoksesta (Kukkonen & Walden 2015).

Yrityskaupat tehdään yleensä neuvottelemalla yhden tahon kanssa, avoimella huutokaupalla tai rajoitetulla huutokaupalla (Katramo ym. 2011, 61). Luvussa käsitellään yrityskauppoja yleisesti, sekä kauppaprosessia myyjän ja ostajan näkökulmasta. Rahoittajan näkökulma ja sukupolvenvaihdos on rajattu työstä pois.

#### 3.1 Yrityskaupat yleisesti

Perinteisesti yrityskaupat jaetaan kahteen pääryhmään: liiketoiminta- eli substanssikauppoihin ja osake- ja yhtiöosuuskauppoihin. Yrityskauppa voi olla myös osa yritysjärjestelyjen kokonaisuutta, esimerkiksi sulautumisen, jakautumisen tai liiketoimintasiirron alkuvaihe, ennen kuin yhtiö otetaan kokonaan haltuun tai sen toimintoja ja omaisuutta järjestellään uudelleen. Yhtiö voi myös ostaa omia osakkeitaan tai osakkeista luopuva voi myydä ne yhtiöön jääville osakkaille. (Katramo ym., 30). Tässä työssä rajataan pois kokonaan pörssiyritykset ja suuret monialayhtiöt ja keskitytään mikro- ja pk-yrittäjän näkökulmaan. Oleellista on ymmärtää, ettei kahta samanlaista yritystä ole (Rantanen 2012, 7).

Osalle yrityksistä yrityskauppa on strateginen toimintavaihtoehto ja osalle se voi olla normaalia liiketoimintaa (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, 14-16). Yrityskaupan sanotaan olevan horisontaalinen, kun ostaja ja myyjä toimivat samalla toimialalla ja kilpailevat samoilla markkinoilla. Yritystoston tarkoituksena on saavuttaa mahdollisimman suuri markkinaosuus. Riskinä voidaan nähdä mahdolliset kartellit ja hintasopimukset. Vertikaalisessa yrityskaupassa myyjä ja ostaja toimivat samalla toimialalla mutta tuotantovaiheen eri osissa. Kaupalla pyritään saavuttamaan niitä osia alalta, mitä ei ennen olla pystytty hallitsemaan tai missä ei ole ollut osaamista. Konsentrisessa yrityskaupassa myyjä ja ostaja toimivat eri toimialoilla, mutta toimintatavat ja markkinat ovat samankaltaisia. Konglomeratiivisessa yrityskaupassa ostaja ja myyjä toimivat täysin eri aloilla ja yleensä kaupan tarkoituksena on markkina-alueen laajentaminen tai liiketoimintariskien hajauttaminen. (Katramo ym. 2011, 26-28.)

Yritystä myytäessä, sekä ostettaessa olemassa on erilaisia vaihtoehtoja. Yrityksestä voidaan myydä tai ostaa esimerkiksi kaikki osakkeet tai osa niistä, tai liiketoiminta tai osa siitä. Tässä työssä keskitytään joko kaikkien osakkeiden tai osan myyntiin sekä liiketoiminnan kokonaan tai osittaiseen myyntiin. Yrityskauppa käsitteenä on hyvin laaja-alainen.

Yrityskaupat ovat pitkiä ja monimutkaisia prosesseja, joihin liittyy usein paljon tunnetta. Kokemattoman on syytä kääntyä asiantuntijan puoleen yrityskauppoihin liittyvissä asioissa. On osattava ottaa huomioon juridiset, taloudelliset, verotukselliset ja liiketoiminnalliset tekijät (Katramo ym. 2011, 183).

### 3.2 Osakekauppa

Osakeyhtiölain 1:4 §:ssä määrätään osakkeiden vaihdannan vapaudesta ja sopimusvapaudesta. Jos yhtiöjärjestyksessä tai osakassopimuksessa ei toisin määrätä, osakkeenomistaja voi luovuttaa osakkeensa haluamalleen ostajalle ja haluamallaan kaupan ehdoilla (Immonen 2015, 43).

Osakekaupassa myyjä myy kaikki tai osan yrityksensä osakkeista. Tämä on verotuksen kannalta myyjälle edullisempaa. Yrityksen y-tunnus säilyy, mikä tarkoittaa varojen, henkilöstön, sopimussuhteiden, oikeuksien, vastuiden ja velvoitteiden siirtymistä uudelle omistajalle. (Rantanen, Korpela, Engblom, Haavisto & Haanpää 2016, 70-71.) Suomen Yrittäjät ry:n mukaan osakekauppa on tulevan menestyksen kannalta järkevää silloin kun yrityksellä on paljon tärkeitä sopimussuhteita, jotka jouduttaisiin liiketoimintakaupassa sopimaan uusiksi (Suomen Yrittäjät ry. 2014).

Osakkeiden kauppahinta maksetaan yrittäjälle ja myynnistä lasketaan yrittäjän henkilökohtaisessa verotuksessa luovutusvoitto tai -tappio. Pääomatuloverotus on yli 30 000 € vuodessa ylittävältä osuudelta 34 %, muutoin 30 %. Tappiot voivat olla verotuksessa

vähennyskelpoisia. Luovutusvoitto (-tappio) lasketaan saadusta kauppahinnasta vähentämällä yhtiön osakkeista maksettu tai yhtiöön sijoitettu määrä sekä mahdolliset kauppakulut. Toinen tapa on vähentää saadusta kauppahinnasta hankintameno-olettama, joka on 20 % alle 10 vuotta omistetusta yrityksestä ja 40 % yli 10 vuotta omistetusta yrityksestä. (Suomen Yrittäjät ry. 2015.)

Ostajan näkökulmasta osakekauppa ei välttämättä ole verotukselliselta kannalta edullista. Ostaja saa vähentää henkilökohtaisessa verotuksessaan tulonhankintavähennyksenä otetun lainan korot. Kauppahintaa ei voi vähentää omistusaikana, vaan se vähennetään vasta seuraavassa osakkeiden luovutuksessa osana hankintahintaa. (Suomen Yrittäjät ry. 2015.)

### 3.3 Liiketoimintakauppa

Liiketoimintakauppaa kutsutaan myös substanssikaupaksi. Liiketoimintakaupassa ostaja ostaa nimen mukaisesti yrityksen liiketoiminnan tai sen osan. Kaupassa myyjäyrityksen juridiset ja taloudelliset vastuut eivät siirry ostajalle. Yleensä ostaja perustaa uuden yrityksen, joka ostaa liiketoiminnan, esimerkiksi koneet ja laitteet, tilat, henkilökunnan ja nimen. Liiketoimintakaupassa ostajan riskit ovat pienemmät kuin osakekaupassa. Ostaja pystyy hyödyntämään ostetun yrityksen liikearvon poistoina 10 vuoden kuluessa. (Finnvera 2018b.)

Liiketoimintakauppaan liittyy usein myös liikearvoelementti, eli goodwill, joka on näkymätöntä arvoa ja tulonodotusarvo liiketoiminnasta (Immonen 2015, 40).

Myyjälle kaupasta saatu vastike on veronalaista tuloa yritykselle ja voitosta verotetaan 20 % yhteisövero. Yritys saa vähentää kaupasta syntyneitä todellisia kuluja ja poistamatta olevat hankintamenot. Toisin kuin osakekaupassa, liiketoimintakaupassa ei saa käyttää hankintameno-olettamaa, vaan vähennykset on laskettava todellisista menoista. (Suomen Yrittäjät ry. 2015.)

## 4 Yrityskauppaprosessi

Yrityskaupat ovat pitkiä ja joskus monimutkaisiakin prosesseja. Prosessi saattaa kestää vuosiakin. Prosessin voi pilkkoa kolmeen osaan: suunnitteluvaihe, toteuttamisvaihe ja sopeuttamisvaihe (Immonen 2015, 45). Myyjän ja ostajan näkökulmasta prosessi on hieman erilainen.

### 4.1 Yrityskauppaprosessi myyjän näkökulmasta

Yksityisen myyjän syyt myyntiin ovat yleensä erilaiset kuin suurten monialayhtiöiden tai pörssiyritysten. Usein syyt ovat henkilökohtaisia, tai yrityksen omat resurssit eivät riitä yrityksen toiminnan ylläpitämiseen ja kasvattamiseen. Katramo ym. (2011, 38) mukaan suurimpana syynä myyntihaluu on ajautuminen strategisesti uuteen tilanteeseen, jossa ulkopuoliset tekijät vaikuttavat uhkana tai mahdollisuutena.

Myyntin ajoitus on tärkeää. Rantanen (2012, 45) kehottaa ajoittamaan kaupantekohetken kassavirran kannalta oikein: kesäravintolan omistajanvaihdos kannattaa tehdä juuri ennen kesää ja talviurheilupaikan juuri ennen talvea. Myyntivalmistelut kannattaa aloittaa ajoissa. Valmisteluvaiheessa ostaja voi jo löytyä ja valmistelut voidaan tehdä ostajaa ajatellen. Ajoitus on myyjän puolella silloin kun yrityksen kassavirta on jatkuvasti nouseva. (Rantanen 2012, 38.) Ostaja teettää yleensä due diligence -tarkastuksen myytävään kohteeseen, joten myyjän kannalta on viisasta antaa yrityksestä oikeat ja riittävät tiedot ostajaehdokkaalle jo myyntiprosessin alkuvaiheessa (Katramo ym. 2015, 50).

Myyjän kannalta prosessin tavoitteet rakentuvat suurinpiirtein näin: myyntihinnan maksimointi, strategisesti parhaan ostajan löytäminen, yhtiön liiketoiminnan jatkuminen häiriöttä, prosessiin kuluvan ajan minimointi sekä kontrollin säilyttäminen myyntiprosessissa (Katramo ym. 2015, 38). Yrittäjän kannattaa aloittaa yrityksensä myyntikuntoon laittaminen ajoissa.

#### 4.2 Yrityskauppaprosessi ostajan näkökulmasta

Ostajan syyt voivat olla yhtä moninaisia kuin myyjänkin. Joskus osto on strategisesti järkevää, joskus se on tie aloittaa yritystoiminta. Immosen (2015) mukaan ostoprosessin suunnitteluvaiheeseen kuuluu identifiointi, ostokohteiden kartoitus, kohteiden seulonta ja ostokohteen taloudellisen turvallisuuden määrittäminen. Prosessin toteuttamisvaiheeseen kuuluvat kaupan ehtoista neuvottelemine (mm. kaupan rahoitus ja maksutapa) sekä kauppakirjan tekeminen. Sopeuttamisvaihe tarkoittaa ostajalle integrointia uuteen yritykseen. (Immonen 2015, 45-46.) Katramo ym. (2015, 50) muistuttavat ennen kaupan toteuttamista tehtävästä due diligence -tarkastuksesta, joka tarkoittaa kaupan kohteen monialaista tarkastusta ja jonka tarkoituksena on antaa selkeä kuva kohteesta ja sen arvosta.

#### 5 Arvonmääritys

Syitä arvonmääritykseen on useita. Tässä opinnäytetyössä keskitytään arvonmääritykseen yrityskaupassa. ”Arvonmäärityksen keskeinen tehtävä on luoda perusteet maksettavalle kauppahinnalle” sekä ”arvioida yrityksen tuleva taloudellinen menestyminen” (Katramo ym. 2011, 71-72).

Seppäsen (2017, 19) mukaan arvo joudutaan yleensä arvioimaan koska: markkinoilta ei ole saatavissa arvoa suoraan, markkinoilta saatava hinta ei ole luotettava tai se ei edusta käyttötarkoituksen mukaista arvoa. Seppänen (2017, 24) toteaa myös arvonmäärityksen olevan tulevaisuuden ennustamista vaikka määrittäminen koskisi ajankohtaa, joka on menneisyydessä. Mahdollisen yrityskaupan hintaan vaikuttavat ostajan ja myyjän neuvottelut ja heidän tahtotilansa, eli kysynnän ja tarjonnan laki.

Arvonmäärityksestä on tullut keskeinen rooli yrityskauppoja ja -järjestelyjä tehtäessä. Rahoittajat ja sijoittajat ovat erittäin kiinnostuneita arvonmäärittämisestä. Arvonmääritys on monimutkainen prosessi ja siihen liittyy monia eri osa-alueita. (Kallunki & Niemelä 2007, 9-22.) Prosessissa määritellään arvo koko yritykselle tai osuudelle, sen liiketoiminnalle tai osuudelle tai sen omistusosuudelle tai -osille. Prosessin perusteella asioista, joilla koetaan olevan olennaista vaikutusta arvoon, tehdään johtopäätökset arvioidusta arvosta. (Seppänen 2017, 26; 37.)

Taloudellisten analyysien kohdalla arvonmääritys on noussut keskeiseen asemaan. Osakemarkkinoilla verrataan kannattavuuteen ja kasvumahdollisuuksiin perustuvaa osakkeen arvoa ja pörssissä noteerattua osakkeen markkina-arvoa. Noteeraamattomiin yrityksiin sijoittavat ovat kiinnostuneita yrityksen kehittymismahdollisuuksista ja lisäarvon tuottamisesta. Yksityisyritysten yrityskauppa tilanteessa on tärkeää ostajan sekä myyjän kannalta käyttää hintaa, joka on lähellä yrityksen oikeaa hintaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 9-22.)

Seppäsen (2017, 34) mukaan arvonmäärityksen tulee perustua pääsääntöisesti talous- ja rahoitusteorian hyväksytyihin menetelmiin ja perusperiaatteisiin. Tapauksesta riippuen se saattaa olla hankalaa ja tekijän tulee olla objektiivinen, noudattaa lakeja, säädöksiä ja yleisesti hyväksyttyyn arvonmääritystapaan kuuluvaa ohjeistusta ja menettelytapaa.

Yksinkertaisimmillaan yrityksen arvo voidaan määrittellä laskemalla omaisuuden arvo tilinpäätöksistä tai omaisuuden todennäköinen myyntihinta. Epäkohta syntyy käytettäessä pelkästään kirjanpidollisia arvoja, jotka eivät välttämättä kuvaa todellista arvoa eivätkä ne huomio tulevaisuutta. (Kallunki & Niemelä 2007, 34-35.)

## 5.1 Arvonmääritysprosessi

Arvonmääritysprosessi voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan: strateginen analyysi, tilinpäätöksen analysointi ja tulevan kehityksen ennakointi (Kallunki & Niemelä 2007, 25).

### 5.1.1 Strateginen analyysi

Strateginen analyysi tarkoittaa yleisten tekijöiden selvittämistä, jotka vaikuttavat yrityksen tulevaan taloudelliseen menestykseen. Analyysit voivat perustua markkinoihin ja kilpailuun, toimialaan tai kansantalouteen. Strateginen analyysi voidaan jakaa yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin, jonka tavoitteena on selvittää liiketoiminnan taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. (Kallunki & Niemelä 2007, 25-31; 279.)

Seppäsen (2017) mukaan on syytä selvittää mikä on arvonmäärityksen tavoite, kohde, käyttötarkoitus ja ajankohta, sekä mikä on arvon perusta eli mitä, kenelle ja missä olosuhteissa arvonmääritys tehdään. Olennaista on kenen näkökulmasta arvoa määritetään ja odotetaanko määrityksen kohteen toiminnan jatkuvan, sekä myydäänkö kohde kokonaan vai

osittain osakekauppana tai liiketoimintakauppana. On myös päätettävä huomioidaanko myyjän ja ostajan kulut ja veroseuraamukset. Lähtökohtaisesti niitä ei huomioida, mutta joskus se voi olla perusteltua. (Seppänen 2017, 29-33; 57-60.)

### 5.1.2 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysillä pyritään arvioimaan yrityksen kannattavuus, rahoitus ja varallisuus. Analyysin avulla voidaan todeta miten nykytilanteeseen on tultu ja onko mahdollista lisätä tulevaisuuden ennusteiden luotettavuutta. (Kallunki & Niemelä 2007, 32; Katramo ym. 2011, 72.) Noteeraamattomilla yrityksillä tilinpäätöksien oikaiseminen on usein tarpeellista. Yksityisyrittäjä ei esimerkiksi ole nostanut tarkasteluvuosilta palkkaa ollenkaan, tai hyvin vähän. Oikaisut tulee tehdä kaikille tarkastuksessa oleville tilinpäätös vuosille samalla tavalla. (Kallunki & Niemelä 2007, 32-33.) Tilinpäätösanalyysi voidaan jakaa kahteen osaan, perinteiseen tilinpäätösanalyysiin ja muuhun tilinpäätöksen analysointiin.

Perinteisessä tilinpäätösanalyysissä on keskeistä, että samat oikaisut tehdään eri vuosille. Oikaistujen tietojen perusteella voidaan selvittää yrityksen menestystä kuvaava tulos ja varallisuusasema, sekä niiden kehitys. Tavoitteena on löytää puhdas kassavirta tulevaisuuden kassavirtalaskelmia varten. Tiedot esitetään yleensä tunnuslukujen avulla. Tunnusluvut voidaan jakaa kannattavuuden, vakavaraisuuden, maksuvalmiuden ja pääoman käytön tehokkuuden tunnuslukuihin. (Katramo ym. 2011, 83-85.)

Tässä työssä käytetään kannattavuuden, maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnuslukuja, joiden laskentakaavat esitellään Yritys X:lle tehdyssä tilinpäätösanalyysin kappaleessa 8.2.

Muun tilinpäätöksen analysointi voi tarkoittaa tilinpäätöserien järjestelemistä uudelleen, tietojen ja perusteltujen oletuksien tekemistä ja uuden informaation etsimistä tilinpäätöksen liitetiedoista. Lisäksi voidaan arvioida ja analysoida rahoituksen riittävyys ja pääomarakenteeseen liittyvät seikat. (Katramo ym. 2011, 86.) Tässä työssä ei perehdytä tilinpäätöksen muuhun analysointiin.

### 5.1.3 Tuleva kehitys

Tulevaisuutta on aina vaikea arvioida. Tulevia kassavirtoja voidaan laskea eri odotusarvojen perusteella. Arvionti voi perustua yrityksen omiin arvioihin, jolloin ennustaminen on yksityiskohtaisempaa kuin ulkopuolelta kerätty tieto, pois lukien pörssiyritykset joita analysoidaan ammattimaisesti ja julkisesti. (Kallunki & Niemelä 2007, 33-34.) Nykyarvon ajureina käytetään yleisesti kassavirtojen analysointia ja tuottovaatimusta. Oletukset ja ennusteet perustuvat liiketoiminta- ja tilinpäätösanalyysiin. (Seppänen, 27-28.)

## 5.2 Arvonmäärityksen menetelmät ja mallit

Arvonmäärityksen tavoite ja käyttötarkoitus määrittävät käytettävien menetelmien valinnan. Lähestymistavat voidaan jakaa kolmeen perusluokkaan, jotka perustuvat talousteorian. Markkina-arvon, tuottoarvon ja kustannusarvon lisäksi voidaan käyttää epävirallisempia toimialakohtaisia menetelmiä. Valittu lähestymistapa määrittää varsinaisten menetelmien valinnan. (Seppänen 2017, 64-65, 87.) Menetelmien valintaan vaikuttaa mitä tietoja yrityksestä on saatavilla. Jatkuvan liiketoiminnan arvonmäärityksessä yleisimmin käytetyt menetelmät ovat kassavirtaperusteiset menetelmät ja markkinaperusteiset menetelmät. Liiketoiminnan lopettamisen yhteydessä substanssiarvon määrittäminen voi olla tarkoituksen mukaista. (Bäck ym. 2009, 123.)



Kuvio 4: Arvonmäärityksen lähestymistavat ja menetelmät (Seppänen 2017, 87).

Periaatteessa yhden lähestymistavan ja menetelmän käyttö riittää arvonmääritykseen, mutta Seppänen (2017, 85) ja IVS-standardit 2013 ja 2017 (Seppänen 2017) suosittelevat useamman menetelmän käyttöä, koska se lisää luotettavuutta, ymmärrystä yrityksestä ja mahdollistaa lopputulosten vertailun ja analysoinnin. Useampaa menetelmää käytettäessä tulokset todennäköisesti poikkeavat toisistaan. Poikkeavia tuloksia tulee analysoida, miksi tulokset eroavat toisistaan. (Seppänen 2017, 85.)

Rantanen (2012, 77) sanoo arvonmäärityksen yhdeksi tärkeimmäksi tehtäväksi kuvata yrityksen kustannus- ja taserakennetta sekä kassavirtoja sen jälkeen kun yritys on myyty.

### 5.2.1 Markkina-arvo

Markkinaperusteiset menetelmät soveltuvat erityisesti listattujen yhtiöiden arvonmääritykseen. Menetelmissä ei tarvita pitkälle tulevaisuuteen ulottuvia ennusteita. Menetelmissä lasketaan arvostuskertoimia ja verrataan niitä muihin saman kaltaisiin yhtiöihin tai toteutuneisiin yrityskauppoihin. Menetelmät kuvastavat tilannetta osakemarkkinoilla ja yrityskaupparakennetta. Markkina-arvomenetelmiä käytettäessä on syytä tuntea markkinat niiden heilahtelevuuden vuoksi. Arvonmäärityspäivä saattaa vaikuttaa merkittävästi



arvostuskertoimiin ja yrityksen arvoon. Markkinaperusteiset menetelmät soveltuvat huonosti listaamattomien yritysten arvonmääritykseen. (Bäck ym. 2009, 127-129.)

Seppäsen (2017, 94) mukaan menetelmien vahvuus on niiden perustuminen markkinoiden näkemykseen yrityksen arvosta, joka on objektiivinen eikä vaadi ennustamista. Seppänen (2017, 94) pitää menetelmien heikkoutena sitä että markkinoita ja markkinahintoja ei ole olemassa suurimmalle osalle yrityksistä.

### 5.2.2 Tuottoarvo

Tuottoarvomenetelmät ovat rahoitusteoriaan perustuvia menetelmiä. Menetelmät antavat suoraa tietoa mistä yrityksen arvo muodostuu, sekä ovat käytännössä ja teoriassa joustavia menetelmiä, joita voidaan muokata eri kohteisiin, tilanteisiin ja olosuhteisiin. (Seppänen 2017, 183.) ”Lähestymistavan lähtökohtana on, että yrityksen arvo voidaan määrittää sen omistajille tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen tai tulosten nykyarvon perusteella” (Seppänen 2017, 183).

Bäck ym. (2009, 124-126) mukaan diskontattu kassavirtamenetelmä on yleisesti käytetty ja teoreettisesti paras jatkuvan liiketoiminnan arvonmääritysmenetelmä, sillä se huomioi kaikki yrityksen tulevat liiketoimintaan liittyvät kassavirtaerät. Menetelmässä lasketaan yrityksen tuottamien, ennustettujen kassavirtojen nykyarvo. Diskonttokorko huomioi rahan aika-arvon ja pääomarakenteen. (Bäck ym. 2009, 126.)

Tuottoarvoa määrittäessä huomioidaan yrityksen kannattavuus, kasvu ja riski. Kannattavuus ja kasvu määrittävät diskontattujen kassavirtojen tason ja riski tuottovaatimuksen. Kassavirrat diskontataan diskonttauskorolla, joka huomio rahan aika-arvon ja kassavirtojen toteutumiseen liittyvää riskiä. Menetelmä sopii myös silloin kun yritykselle ei ole saatavissa hintaa markkinoilta. (Seppänen 2017, 96, 183.)

### 5.2.3 Substanssiarvo

Substanssiarvo tarkoittaa oman pääoman arvoa, yrityksen varojen ja velkojen erotusta. Substanssiarvoa laskettaessa kirjanpidollinen tase oikaistaan käypiä arvoja vastaavaksi. Jatkuvan liiketoiminnan ollessa kyseessä, substanssarvo ei anna oikeaa kuvaa yrityksen arvosta, sillä menetelmä ei huomio tulevia kassavirtoja eikä aineetonta omaisuutta, jolla on usein suurinkin vaikutus esimerkiksi palvelualojen yrityksien arvoon. (Bäck ym. 2009, 129.)

Substanssihintaa kertoo euromäärän sen jälkeen kun kaikki tuotannontekijät on muutettu rahaksi ja yrityksen velat on maksettu pois. Substanssihinnan määrittämisessä käytetään taseen tietoja. Tietoja oikaistaan tarpeen mukaan vastaamaan käypiä hintoja. (Vilkkumaa 2010, 118-119.) Koski (2012, 112) kehottaa arvioimaan substanssiarvoa omaisuuserien realisaatioarvoista eikä kirjanpidon arvoista.

Menetelmää ei yleensä käytetä yksinään, vaan täydentämään muita menetelmiä. Menetelmä soveltuu parhaiten liiketoimintaa lopettavien, selvitystilassa olevien tai voittoa tavoittelemattomien yritysten arvon määrittämiseen. Menetelmää voidaan kuitenkin soveltaa yrityksiin, joille ei ole saatavissa markkinahintoja. Yhdessä toisen menetelmän kanssa voidaan arvioida tulosten luotettavuutta. (Bäck ym. 2009, 129; Seppänen 2017, 97, 275-277.)

#### 5.2.4 Arvokkaat ominaisuudet

Rantanen (2012, 118) kertoo että yrityksen arvoa ei voi tyydyttävästi tarkastella tuijottamalla vain yhtä ominaisuutta, kuten tuloksentekeyttä tai varallisuutta, vaan on otettava huomioon yrityksen sisältämiä ominaisuuksia, jotka voivat olla arvoa nostavia tai laskevia ja ne vaikuttavat yrityksen arvoon, tulevaan ikään, elinkelpoisuuteen ja tuottoikään. Kirjoittajan mukaan toiselle tärkeä ominaisuus ei välttämättä ole vastapuolelle tärkeää.

Arvokkaita ominaisuuksia yrityksestä riippuen voivat esimerkiksi olla: kilpailukyky, markkina-asema, ulkoiset uhat, toimitilat, kapasiteetti, sijainti, tunnettuus, historia, panostukset, tulosvarmuus, organisaatio, osaaminen, myyntitapa, sisäinen toimintatapa, toimitukset ja hankinnat, arvotekijät tuloslaskelmasta ja taseesta (kukurakenne, velkaantuminen, vastuut, takaukset, myyntisaamiset, likvidit varat, varasto, käyttöpääoma, kassa, myyntikate, vakuudet), kirjanpito- ja yhtiön hallintomateriaali, viranomais-suhteet, asiakasriippuvuus, juridinen riippuvuus, riippuvuus myyjästä, myyjä ja toimiala. (Rantanen 2012, 4.)

Rantanen (2012, 160) kehottaa arvioimaan kaikkia osa-alueita yrityksen kannalta ennen kuin muodostetaan käsitystä yrityksen arvosta. Arvoa laskevan ominaisuuden kohdalla on kirjoittajan mukaan kyettävä miettimään onko se muutettavissa tai eliminoitavissa. Arvoa nostavien tekijöiden kohdalla on hänen mielestään kysyttävä säilyvätkö ne tai kehittyvätkö ne omistajanvaihdoksen jälkeen.

Tähän työhön on haastattelujen perusteella valittu muutamia ominaisuuksia, jotka esitellään tarkemmin kappaleessa Yritys X:n arvonmäärittäminen.

## 6 Tutkimus

Tutkimus suoritettiin kvalitatiivisena, eli laadullisena, tapaustutkimuksena. Tuomi (2007, 125-126) sanoo tutkimuksella olevan aina jokin tarkoitus, joka ohjaa tutkimuksen kokonaisuutta sekä tutkimuksessa tehtäviä valintoja ja rajoituksia. Tutkimuksen tarkoituksena on määrittää yritys X:n arvo ja auttaa myyjää ymmärtämään ostajan näkökulma. ”Kauppaa ei synny, elleivät myyjä ja ostaja näe ja ymmärrä toistensa arvostusperusteita” (Rantanen 2012, 8).

### 6.1 Kvalitatiivinen tutkimus

Laadullisen tutkimuksen ominaispiirteisiin kuuluu, että tutkimus on kokonaisvaltaista tiedonhankintaa, eli kohdetta pyritään tutkimaan mahdollisimman kokonaisvaltaisesti.

Yleisesti ottaen tutkimuksessa käytetään aineistolähtöistä analyysia, jonka tutkimusjoukko on pieni ja valittu juuri siihen tarkoitukseen. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa suositetaan ihmistä tiedon keruun välineenä. Tutkija ei määrää mikä tutkimuksessa on tärkeää, vaan pyrkii paljastamaan yllättäviä seikkoja. Tulokset ovat myös ainutlaatuisia, koskien vain kyseistä aineistoa. (Tuomi 2007, 97; Hirsjärvi ym. 2009, 164.)

Hirsjärvi ym. (2009, 161) ja Tuomen (2007, 97) mukaan yleinen toteamus on, että kvalitatiivisen tutkimuksen päämääränä on löytää ja paljastaa tosiasioita, kuin todentaa jo olemassa olevaa. Tutkimuksellisuudella viitataan tutkimustiedon hyödyntämiseen käytännössä ja oman tiedon kehittämisessä (Henriksson, Mantere & Mänty 2014).

## 6.2 Tapaustutkimus

Tapaus- eli case-tutkimuksessa tutkimuksen kohteena on yleensä yksi tai muutama kohde. Vaikka kyse olisi ryhmästä tai toiminnoista, tulee kohde ymmärtää yksittäisenä tapauksena. Case-tutkimuksessa halutaan ymmärtää syvällisesti kehittämisen kohdetta ja sitä kautta tuottaa kehittämis ehdotuksia. Case-tutkimuksen pyrkimyksenä on tuottaa yksityiskohtaista tietoa tutkittavasta tapauksesta, sekä uutta tietoa kehittämistyön tueksi. Case-tutkimus on usein kvalitatiivista tutkimusta, mutta siinä voi olla myös kvantitatiivisia menetelmiä mukana. (Ojasalo ym. 2009, 52-55.) Hirsjärvi, Remes & Sajavaara (2009, 134) määrittelevät tapaustutkimuksen olevan ”yksityiskohtaista ja intensiivistä tietoa yksittäisestä tapauksesta tai pienestä joukosta toisiinsa suhteessa olevia tapauksia”.

## 6.3 Tutkimusongelma, tutkimuskysymykset ja rajaus

Tutkimusongelmana on selvittää Yritys X:n arvo. Tutkimuksen pääkysymyksiä ovat: Miten valita arvonmääritysmenetelmät ja mitkä ovat yrityksen arvokkaat ominaisuudet? Alakysymyksenä voidaan pitää: kuinka päästään samaan näkemykseen myyjän ja ostajan näkökulmasta?

Työn ongelmana oli aiheen laajuus. Tutkimusta on rajattu koskemaan vain mikro- ja pk-yrityksiä. Pörssiyrityöt on rajattu pois. Pörssiyrityöiden myötä myös kansainväliset arvonmääritysstandardit (IVS, International Valuation Standards) on rajattu pois, sillä ne soveltuvat paremmin julkisilla osakemarkkinoilla listattujen yritysten arvonmäärittämiseen markkinaperusteisen vaihdantaan perustuvien määritelmien vuoksi (Seppänen 2017, 21). Seppäsen (2017) mielestä listaamattomille yrityksille sopii paremmin kassavirtojen nykyarvoon perustuva arvonmäärittäminen, koska niille ei ole olemassa toimivia jälkimarkkinoita.

Yrityskauppa saattaa olla osa suurempaa yritysjärjestelyä ja tutkimuksessa on keskitytty vain yrityskauppaan myyjän ja ostajan näkökulmasta. Rahoittajan näkökulma ja sukupolvenvaihdos on rajattu pois. Yrityskauppoihin liittyy monia lakeja ja sopimuksia, sekä verotuksellisia

asioita joita tässä opinnäytetyössä sivutaan, mutta niihin ei perehdytä tutkimuksellisella otteella. Yrityskaupat ja -järjestelyt saattavat olla monimutkaisia prosesseja ja tässä työssä on pyritty yksinkertaistamaan prosessia ja tutkimus ei koske kaikkia yksityiskohtia.

Arvonmäärittämismenetelmiä on useita ja tutkimuksessa on haastattelujen ja kirjallisuuden perusteella rajattu toimeksiantajalle oleellimmat menetelmät. Muita menetelmiä ja yrityskauppaan liittyviä due diligence -menetelmiä vain sivutaan, niihin ei perehdytä syvemmin.

#### 6.4 Tutkimusmenetelmät ja aineisto

Tiedonkeruumenetelmiksi on valittu puolistrukturoidut teemahaastattelut ja kirjalliset lähteet, koska tavoitteena on tuottaa tietoa toiminnasta ja muutoksesta. Lähestymistavalle ominaisesti opinnäytetyössä ollaan kiinnostuneita siitä miten asioiden pitäisi olla, eikä vain siitä miten ne ovat. (Ojasalo, Moilanen & Ritalahti 2009, 58.) Arvonmäärittämistä varten tutkittiin olemassa olevia dokumentteja, tässä tapauksessa toimeksiantajan tilinpäätöksiä.

Hirsjärven & Hurmeen (2009, 35) mukaan hyviä puolia haastattelun valitsemisessa tutkimusmenetelmäksi ovat muun muassa tutkijan tietämättömyys etukäteen vastausten suunnasta, ennakkotieto että aihe tuottaa moninaisia vastauksia, voidaan käsitellä vaikeitakin asioita, sekä voidaan selvittää ja syventää saatuja tietoja. Haastattelun huonoiksi puoliksi voi kehkeytyä että haastattelu vie aikaa, haastattelijan kannattaa olla kokenut ja koulutettu, haastattelusta aiheutuu kustannuksia ja joissakin tapauksissa haastattelun aiheena olevat lähteet voivat olla virheellisiä. Kirjoittajien mukaan tutkijan tehtävänä on välittää kuvaa haastateltavan ajatuksista, käsityksistä, kokemuksista ja tunteista. (Hirsjärvi & Hurme 2009, 35.)

Tutkimusta varten haastateltiin opinnäytetyön toimeksiantajaa sekä samankaltaisen yrityksen ostanutta yrittäjää. Tarkoituksena oli selvittää toimeksiantajan motiivit yrityksensä arvonmäärittämiseen, sekä ottaa selvää mihin arvonmäärittämismenetelmiin kyseisessä toimeksiannossa olisi syytä keskittyä mahdollisimman todellisen toimeksiantoa koskevan arvonmäärittämismenetelmän tekemiseen. Haastattelut toteutettiin puolistrukturoituina teemahaastatteluina kasvotusten. Haastattelut nauhoitettiin ja litteroitiin.

Arvonmäärittämistä ja yrityskauppaa koskevaa teoriaa tutkittiin kirjallisista ja sähköisistä lähteistä sekä olemassa olevista tutkimuksista. Kirjallisista lähteistä haluttiin löytää toimeksiantajalle oleelliset tiedot ja tukea haastatteluihin.

Tutkimusta varten toimeksiantaja luovutti 4:n vuoden tilinpäätökset, jotka analysointiin ja jonka pohjalta voitiin arvioida tulevaisuutta. Toimintavuoden 2017 alustava tuloslaskelma ja tase ei ole mukana analyysissä. Analyysi toimi osana arvonmäärittäystä.

## 7 Haastattelut ja analysointi

Myyjän näkökulma yrityskauppaan on erilainen kuin ostajan. Onnistunut yrityskauppa syntyy vain kun myyjä suostuu kauppahintaan ja ostaja on valmis sen maksamaan. Kun myyjä on valmis luopumaan yrityksestään osittain tai kokonaan, on hänen esitettävä itselleen kysymyksiä ja löydettävä niihin vastaus. Silloin hän voi löytää ostajan. (Rantanen 2012.)

Yrittäjä X:n ja yrittäjä XY:n haastattelut tehtiin kasvotusten, nauhoitettiin ja litteroitiin. Yrittäjä X:n haastattelussa selvisi yrittäjän miettineen yrityksensä myymistä ja selvittäneen asioita, mutta selkeästi vain myyjän näkökulmasta. Mahdollista ostajaa ja esimerkiksi miten ostaja voisi pyydetyn hinnan maksaa yrittäjä X ei ollut miettinyt. Yrittäjä XY:llä oli vahva kokemus yritysten ostamisesta ja tilinpäätöstietojen tutkimisesta.

### 7.1 Yritys X omistajan haastattelu

Rantasen (2012, 62) mukaan arvonmäärittystä ei voi tehdä ennen kuin seuraaviin kysymyksiin on vastattu:

- Paljonko haluaisin tästä yrityksestä, miksi?
- Kuka ostaisi yrityksesi?
- Miksi hän sen ostaisi?
- Miksi hän olisi valmis maksamaan pyytämäsi hinnan?
- Miten hän pystyisi hinnan maksamaan?
- Voidaanko omilla toimilla parantaa jatkajan maksukykyä ja -halua jotenkin?
- Kuinka nopeasti hän maksuista suorituisi?

Yrittäjä X:n (2017) mukaan yrityksen ollessa konkurssiuhan alla, hänelle olisi riittänyt että joku ottaisi yrityksen velkoineen ja vastuineen. Nyt kun yritys on päässyt saneeraukseen ja liiketoiminta on selkeästi vakaampaa, yrittäjä haluaisi velkojen jälkeen 15 % vuoden 2016 liikevaihdosta. Hintaa mahdolliselle yhtiökumppanille yrittäjä ei ole miettinyt mutta olisi valmis pitämään velat itsellään. (Yrittäjä X 2017).

Ostajaehdokkaana yrittäjä pitää toista ravintoloitsijaa tai kulttuuritahoa. Yrittäjä X:n (2017) mukaan ”tän vois ostaa joku joka rakastaa musiikkia ja joku jolla on side kaupunkiin ja hieman rahaa”. Aikaisemmin Yrittäjä X oli miettinyt henkilökunnan mukaan ottamista yritykseen, mutta luopui myöhemmin ajatuksesta. Tällä hetkellä hän on tyytyväinen ratkaisuunsa. (Yrittäjä X 2017.)

Yrittäjä X:n (2017) mukaan saneeraus on rujo, mutta on onnekseen saanut muut lainat sovittua niin, että maksaa vain korkoja saneerauksen päättymiseen asti. ”Sitten kun saneeraus on ohi, jää reilusti enemmän vuodessa” (Yrittäjä X 2017).

Haastattelussa selvisi että yrittäjä X ei ole miettinyt miten mahdollinen ostaja voisi pyydetyn hinnan maksamaan. Yrityksen velat voisi hoitaa velkaneuvottelun kautta. Myyntitilanteessa yrittäjä X haluaisi rahat heti. ”Jos en saa, en usko että ostaja pystyy pyörittämään hommaa ollenkaan” (Yrittäjä X 2017).

Yrittäjä X olisi kuitenkin valmis jäämään yritykseen vähintään vuodeksi ”auttamaan hommaa alkuun” (Yrittäjä X 2017). Aloittaessaan yritystä yrittäjä X:n tarkoitus oli saada omat velkansa maksettua 10 vuodessa. Ostajan kohdalla yrittäjä X ajattelee samoin. (Yrittäjä X 2017.)

## 7.2 Ostajan näkökulmia

Opinnäytetyötä varten haastateltiin samankaltaisten yritysten ostanutta yrittäjää. Yrittäjä on tehnyt yritysostoja niin osakekauppana kuin liiketoimintakauppana. Haastattelussa pyrittiin selvittämään mihin asioihin yrittäjä oli kiinnittänyt huomiota ja mitä asioita ja arvoja hän tutki ja painotti ennen varsinaisen yrityskaupan tekemistä.

Yrittäjä XY:n (2017) mukaan osakekaupalla ja liiketoimintakaupalla on ”vissi ero, jotka täytyy laskea eri tavalla”. Yrittäjä XY (2017) antaa esimerkiksi lomapalkat, jotka eivät siirry liiketoimintakaupassa mukana. Osakekaupassa ne siirtyvät, joka voi vaikuttaa kauppahintaan. ”Jos ollaan esimerkiksi pitkällä lomakautta ja lomapalkat ovat tulossa maksuun, ei voi arvottaa jos firman tilillä on 20 000 rahaa, niin eihän siellä oikeasti ole 20 000 vaan lomapalkat ja niiden maksun jälkeen voi olla että siellä 3000 rahaa. Kauppakirjan teko on tärkeää, esimerkiksi että velvollisuudet säilyvät vanhalla omistajalla. Näissä tapauksissa ja kauppakirjan teossa suosittelen käyttämään asiantuntijaa.” (Yrittäjä XY 2017.)

Yrittäjä XY (2017) sanoo että liiketoimi ja ala kannattaa tuntea, sillä ilmasta ei kannata maksaa. Kirjanpidollisia arvoja kannattaa tutkia, tehdä omat laskelmat ja listata mistä on valmis maksamaan ja mistä ei. Yksityisille yrittäjille kehittyä aina tunneside yritykseensä ja usein hintapyynnöt ovat liian suuria tunnesiteen takia. Joissain tapauksissa myyjän tarkoituksena voi olla kerätä eläkesäästöjä. Hintapyynnön ollessa liian suuri, kyse voi olla myös tilittämättömistä tuloista. ”Rahankäyttö pitää pystyä perustelevaan vaikka on tunneside”. (Yrittäjä XY 2017.)

Alalla on paljon musta tuntuu -ilmiötä. ”Numerot tiskiinkin ja sitten katotaan muut. Numeroiden pitää mätsätä.” (Yrittäjä XY 2017.) Kirjanpitäjä on erittäin tärkeä. On syytä tarkastaa kirjanpito niin että se on tehty oikein, eikä tule yllätyksiä. On syytä suhtautua varauksellisesti tilinpäätöksiin, sillä kirjanpitäjät tekevät virheitä. ”Ettei tule jälkikäteen yllätyksiä.” (Yrittäjä XY 2017.)

Osamaksusopimuksia ja kauppahintaa voidaan katsoa sen mukaan miten yritys kasvaa tai kutistuu. Ravintola-alalla ei kannata sitoa hintaa tulokseen, vaan ennemmin liikevaihtoon,

sillä tulosta on helppo manipuloida. Parasta olisi olla sitomatta hintaa mihinkään, vaan maksaa sillä hetkellä sovittu kauppahinta. ”Henkilökuntaa sitä vastoin voi hyvinkin sitouttaa tulokseen tai liikevaihtoon, joka on jopa järkevää”. (Yrittäjä XY 2017.)

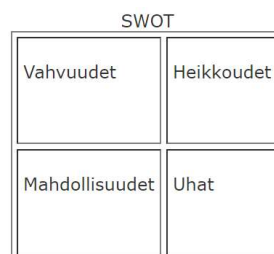
Rahoittajatahot (pankit ja Finnvera) vaativat ostajalta tilinpäätökset ja ostajan omat laskelmat rahoituspäätökseen. Tahot tekevät myös omat laskelmansa. Yleisesti ravintola-alalla lasketaan kolmen vuoden tuottoarvoa ja rahoittajat myöntävät maksimissaan viiden vuoden lainoja. Rahoitustahot eivät usko että ravintolat olisivat pystyssä yli 10 vuotta, ainakaan samalla omistajalla. Rahoituskeskustelussa on valtti kun voi sanoa tuntevansa alan ja paikan läpikotaisin. (Yrittäjä XY 2017.)

## 8 Yritys X:n arvonmäärittäminen

Yrityksen arvon ja hinnan määrittämisessä tulevaisuuden ymmärtäminen on avainasemassa. Arvon ja hinnan tulee perustua taloudelliseen hyötyyn, jonka yritys tulevaisuudessa tuottaa. Ennakoinnissa yrityksen sisäiset tekijät ja myyjä, sekä ulkoiset tekijät eli ostaja ovat eri asemassa. Myyjän kannalta ongelmaksi nousee usein liian lyhyen aikajänteen tavoitteiden asettaminen, epätietous tai epärealistinen käsitys tulevasta kehityksestä. Ostajan kannalta haasteeksi saattaa syntyä liian vajavaisten tietojen saaminen analysointia varten. Ostaja voi olla kuitenkin objektiivisempi myyjään verrattuna ja ostajalla saattaa olla parempi käsitys yrityskuvaan liittyvistä seikoista. (Vilkkumaa 2010, 103-106.)

### 8.1 Strateginen analyysi

Yrittäjä X on tehnyt analyyskejä yritystä perustaessaan. Lähimenneisyydessä analyyskejä ei ole kuitenkaan tehty. (Yrittäjä X 2017.) Tutkimusta varten tehtiin SWOT-analyysi, joka tuo esiin yrityksen vahvuuksia, heikkouksia, mahdollisuuksia ja uhkia. Kallunki ym. (2007, 29) sanoo yrityksen kannattavuuteen ja arvoon vaikuttavan kuinka kilpailukykyisiä sen tuotteet ja palvelut ovat.



Kuvio 5: SWOT-analyysin esimerkki

Yrittäjä X (2017) kokee yrityksen vahvuuksina olevan kulttuurialan tietämys ja osaava henkilökunta sekä tuotteet. Yritys on saanut brändättyä itsensä musiikki- ja kulttuuripiireissä ja artistit haluavat tulla keikoille soittamaan. Yrittäjä näkee sijainnin niin vahvuutena kuin

heikkoutena, sekä mahdollisuutena. Kaupunki jossa yritys sijaitsee on verrattain pieni, mutta lähellä kasvukeskuksia hyvien yhteyksien päässä. Jos tarjonta ja kaupunki on tarpeeksi kiinnostava, mahdollisuudet kasvavat entisestään. Mahdollisuuksiin lukeutuu myös keikkapaikkojen väheneminen, joka nostaa yrityksen erityisasemaan livemusiikin ja muun kulttuurin mahdollistajana, mutta luo samalla uusia, jos ihmiset siirtyvät enenevässä määrin käyttämään kulttuuripalveluja internetiin. (Yrittäjä X 2017.)

Yrityksellä on olemassa hyvät sopimukset, jotka luovat mahdollisuuksia tulevaisuudessakin ja yhteistyökumppanit eivät ole kaikonneet yrityksen vaikeasta tilanteesta huolimatta. Lisäksi yritys on mukautuvainen muuttuvaan ympäristöön ja kulttuuriin, sekä kykenee tarjoamaan myös muita palveluita kuin kulttuuria. Vuonna 2018 muuttuva alkoholilainsäädäntö luo uusia mahdollisuuksia esimerkiksi aukioloaikoihin ja tapahtumatuotantoon. (Yrittäjä X 2017.)

Yrityksen heikkouksiin kuuluu haavoittuvaisuus henkilökunnan osalta yrityksen työllistäessä vain muutamia henkilöitä. Uhkina voidaan nähdä alalle tulevat kilpailijat, internet, ohjelmiston riittämättömyys tai epäkiinnostavuus, jolloin asiakkaita ei välttämättä ole riittävästi kattamaan kustannuksia. (Yrittäjä X 2017.)

Tutkimuksen aikana huomattiin että asiakaskuntaa on, mutta sitä ei ole tarpeeksi ja tasaisesti. Yrityksen tulokselliset päivät muodostuvat selkeästi loppuunmyydyistä keikkapäivistä. Niissäkin ongelmaksi on muodostunut asiakkaiden saapuminen paikalle liian myöhään ja lähteminen heti konsertin päätyttyä.

## 8.2 Tilinpäätösanalyysi ja tunnusluvut

Vilkkumaa (2010, 102) mukaan tilinpäätösanalyysi antaa käsityksen yrityksen pärjäämisestä taloudellisessa suhteessa tarkasteluhetken mennessä. Kirjoittaja korostaa että menneisyys ei ole tulevaisuuden toisinto, sekä antaa ymmärtää tilinpäätösanalyysin olevan rajallinen, jonka perusteella ei yksinään voi johtopäätöksiä tehdä, vaan arvon ja hinnan määrittämisessä on otettava huomioon myös tulevat mahdollisuudet ja tulevaisuuteen liittyvät riskit. Tilinpäätösanalyysi antaa kuitenkin suhteellisen hyvän perustan johtopäätösten tekemiseen ja sen avulla voi hahmottaa yrityksen kannattavuutta, maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta. (Vilkkumaa 2010, 43, 102).

Vilkkumaan (2010, 44) mukaan tunnuslukuja ei ole mielekästä käyttää aivan pienten yritysten osalta, sillä tunnusluvut saattavat antaa aivan ihmeellisiä lukujen tasoja. Samoin Koski (2012, 79) suhtautuu skeptisesti tunnuslukujen käyttöön pk-yritysten analysoinnissa, koska esimerkiksi maksuvalmiutta osoittavat tunnusluvut kertovat taseen maksuvalmiuden tilasta tietyllä hetkellä, eivätkä yrityksen todellista maksuvalmiuden tilaa. Tässä työssä on kuitenkin laskettu kannattavuuden, maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnusluvut niiden



perinteikkyyden vuoksi, sekä osoittamaan Yritys X:n tilannetta vertailuun Yritys X:n arvon määrittämiseksi. Valitut tunnusluvut esitellään alla.

### 8.2.1 Kannattavuus

Kannattavuuden tunnusluvuiksi opinnäytetyön tekijä on valinnut myyntikateprosentin, liikevoittoprosenttin ja kokonaispääomantuoton. Kyseiset tunnusluvut ovat toimialalle tyypillisiä tunnuslukuja normaalin liiketoiminnan tarkkailussa.

#### 8.2.1.1 Myyntikateprosentti

Myyntikateprosenttia laskettaessa liikevaihdosta on vähennetty vuosilta 2016 ja 2015 pääsylipputulot (alv 10 %) saadaksemme paremman kuvan yrityksen varsinaisen toiminnan, eli ravintolatoiminnan myyntikatteesta. Myyntikate ja myyntikate% antavat tärkeää tietoa paljonko liikevaihdosta jää kattamaan muita kuluja muuttuvien kulujen jälkeen.

$$\text{Myyntikate\%} = \frac{\text{myyntikate}}{\text{liikevaihto}} * 100$$

Yritys X:n myyntikate% (ilman pääsylipputuloja) oli vuonna 2015 65 % ja 2016 62 %. Myyntikate%:a voidaan pitää verrattain hyvänä, sillä Mara ry:n (2018d) mukaan vuonna 2015 kaikkien Suomen ravintoloiden myyntikate% oli keskimäärin 63,1 %.

#### 8.2.1.2 Liikevoittoprosentti

Liikevoitto ja -prosentti kertovat onko varsinainen liiketoiminta kannattavaa, ennen kuin otetaan huomioon miten liiketoiminta on rahoitettu (Koski 2012, 80).

$$\text{Liikevoitto\%} = \frac{\text{liikevoitto (-tappio)}}{\text{liikevaihto}} * 100$$

Yritys X:n liikevoittoprosentti oli vuonna 2013 ja 2014 -3 %:a, vuonna 2015 1 %:a ja vuonna 2016 -7 %:a. Liikevoittoprosenttia tarkastellessa trendi on ollut laskeva. MaRa ry:n (2018d) mukaan ravintoloiden keskimääräinen liikevoittoprosentti oli vuonna 2015 2,2 %:a. Saman toimialan sisällä kyseinen tunnusluku on hyvä toiminnan tehokkuutta ja kannattavuutta osoittava tunnusluku (Vilkkumaa 2010, 47).

#### 8.2.1.3 Koko pääoman tuottoprosentti

Tunnusluku on kannattavuuden mittari, johon yrityksen yhtiömuodolla tai veropolitiikalla ei ole vaikutusta. Tunnusluvulla verrataan tulosta, ennen rahoituskuluja ja veroja, yritystoimintaan sitoutuneeseen pääomaan. Tunnusluku mittaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle ja se on erittäin käyttökelpoinen jos jakoa korollisen ja korottomaan pääomaan ei pystytä tekemään. (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 58.)

$$\text{Koko pääoman tuotto\%} = \frac{\text{nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12kk)}}{\text{taseen loppusumma keskimäärin}} * 100$$

Yritys X:n koko pääoman tuotto prosentti oli vuonna 2013 -34 %, vuonna 2014 21 %, vuonna 2015 5 % ja vuonna 2016 -55 %. Yritystutkimusneuvottelukunta (2005, 59) pitää heikkona tuloksena alle 5 % ja hyvänä yli 10 %. Yritys X:n koko pääoman tuotto prosentti on siis ollut hyvällä tasolla vuonna 2014 ja vielä tyydyttävällä tasolla vuonna 2015.

### 8.2.2 Vakavaraisuus

Vakavaraisuus tarkoittaa oman pääoman suhdetta koko käytössä olevaan pääomaan. Mitä suurempi vakavaraisuus on, sitä paremmin yritys selviää lainan ottamiselta ja lainan antajien vaatimuksilta (Vilkkumaa 2010, 50.)

#### 8.2.2.1 Omavaraisuusaste

Omavaraisuusaste kertoo miten yrityksen pitkän aikavälin rahoitus on toteutettu.

”Omavaraisuusaste mittaa yrityksen vakavaraisuutta, yrityksen tappionsietokykyä ja kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä” (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 61).

Tunnusluvun ongelmana on sen laskenta kirjanpidon arvoista, jos ei tiedetä mistä yrityksen varallisuus todellisuudessa koostuu (Koski 2012, 82). Koski (2012, 82) korostaa että pk-yrityksen varallisuuden käypien arvojen tulisi riittää velkoihin. Kirjoittaja huomauttaa omavaraisuusasteen tulkinnassa, että taseen vastaava-puolen omaisuuden erien käyvät arvot tulee käydä läpi. Omavaraisuusaste on toimialasta riippumaton.

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{oikaistu oma pääoma}}{\text{oikaistun taseen loppusumma} - \text{saadut ennakot}} * 100$$

Yritystutkimusneuvottelukunnan (2005, 62) mukaan omavaraisuusaste on hyvä kun arvo ylittää 40 %:a ja heikko kun arvo alittaa 20 %:a. Yritys X:n omavaraisuusaste vuonna 2013 oli -289 %:a, vuonna 2014 -185 %:a, vuonna 2015 -227 %:a ja vuonna 2016 -293 %:a.

### 8.2.3 Maksuvalmius

Maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen kykyä suorittaa maksunsa sovittuna ajankohtana. Tunnusluku on toimialariippumaton ja on helppo selvittää. Yleisimmät maksuvalmiuden tunnusluvut ovat quick ratio, joka kuvaa kuinka nopeasti yrityksen likvidit varat riittävät lyhyen aikavälin velkojen maksamiseen ja current ratio, jossa otetaan huomioon myös yrityksen vaihto-omaisuus. (Vilkkumaa 2010, 48-50.) Tähän työhön laskettu vain quick ratio, sillä toimialalle tyypillisesti vaihto-omaisuutta ei juuri ole.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{rahoitusomaisuus (-osatuloutuksen saamiset)}}{\text{lyhytaikaiset velat} - \text{lyhytaikaiset saadut ennakot}} * 100$$

Yritys X:n quick ratio oli vuonna 2013 0,21, vuonna 2014 0,26, vuonna 2015 0,21 ja vuonna 2016 0,16. Tunnuslukua voidaan pitää hyvänä jos luku ylittää arvon 1 ja heikkona kun luku on alle 0,5 (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 66). Tarkasteluvuosina luvut ovat olleet heikkoja.

### 8.3 Tuleva kehitys

Tutkimuksen aikana luotiin tulevaisuuden suunnitelmaa yhdessä budjetin kanssa. Strategista suunnitelmaa tarkasteltiin sisäisesti. Yrittäjän suurin kompastuskivi tällä hetkellä on yrityssaneeraus, joka oleellisesti vaikuttaa kaikkeen toimintaan. Yrityksen täytyy luoda ja parantaa brändiään sekä kehittyä. Yrityksen liikeidea, visio ja missio on toimiva, mutta kehitettävissä ja kasvatettavissa. Ohjelmiston kiinnostavuus vaatii työtä sekä sen markkinoiminen. Myös säännöllisyys aukioloissa on ehdoton asiakkaiden sitouttamiseksi. Asiakassuhteiden perusteella aukioloaikoja voitaisiin jopa laajentaa uusien asiakasryhmien löytämiseksi. Yrityksen laajenemisen ja kasvamisen rajoittavia tekijöitä ovat kuitenkin asiakaspaikat, mutta myyväällä ohjelmistolla ja laajennetuilla aukioloajoilla kasvu on mahdollista. Varovaisuuden periaatetta noudattaen tulevan neljän vuoden kasvu arviotiin maltilliseksi.

-Vuoden 2017 aikana yrittäjä vähentää omaa työtaakkaansa palkkaamalla tapahtumien järjestämiseen tuottajan sekä markkinointiin oman henkilönsä. Vuoden 2017 ja 2018 on tarkoitus saada yritys tuottamaan tasaisesti ja selviämään juoksevista kuluista sekä saneerausveloista. Uusien palkattujen ihmisten vuoksi yrittäjälle jää enemmän aikaa ideointiin sekä asiakkaisiin keskittymiseen. Yritys tarkastaa kulurakennettaan sekä miettii strategiaansa ulkopuolelta.

-Vuoden 2018 ja 2019 aikana yritystä kehitetään ohjelmiston osalta sekä luodaan parempia yhteistyökuvioita paikallisten toimijoiden kanssa. Aukioloaikoja laajennetaan uusien asiakasryhmien löytämiseksi. Aukioloaikojen laajentaminen mahdollistaa myös uusien kulttuuritoimijoiden mukaantulon. Uuden alkoholilain myötä yrityksen on helpompi laajentaa toimintaansa esimerkiksi alueen tapahtumiin anniskelun osalta. Yrityksen saneeraus päättyy.

-Vuoden 2020 yrityksen tuloksetekokyky on tasainen, yrityssaneeraus on päättynyt ja yrityksen kehittäminen jatkuu.

### 8.4 Tuottoarvo

Vilkkumaan (2010, 122) mukaan tuottoarvo on parempi lähtökohta yrityksen arvon ja hinnan määrittämiselle kuin menneeseen aikaan perustuva määrittäminen. Kirjoittaja korostaa että tilinpäätöstietoja on hyvä käyttää hyväksi, mutta arviointi tulisi tehdä yrityksen tulevaisuuden strategiaan ja kassavirtoihin nojaten. Tulevien vuosien tulosta ja yrityksen kehitystä arvioitaessa on tärkeää ottaa huomioon kaikki tekijät, jotka voivat tulokseen vaikuttaa. Näitä

tekijöitä ovat esimerkiksi käytössä olevat koneet ja kalusto, palkkausjärjestelmät, hankintakanavat ja yrittäjän itsensä nostama palkka. (Vilkkumaa 2010, 124.)

Seppänen (2017, 95) sanoo tuottoarvon perustuvan kolmeen arvoajuriin: kannattavuuteen, kasvuun ja riskiin. Tuottoarvoon perustuva arvonmääritys sopii erityisesti yrityksille joille ei ole saatavissa markkinahintaa. Tuottoarvoon perustuvia arvonmääritysmenetelmiä on useita kuten käyttökatteeseen perustuva hinta, tulevien tulosten diskonttaus ja hinta tulevien vuosien kassavirtojen perusteella. Tässä työssä keskitytään diskontattujen kassavirtojen ja tulevien tulosten menetelmään sekä käyttökäteen mukaiseen yrityksen hintaan.

Yrittäjä X ei ole tehnyt budjetteja pitkälle tulevaisuuteen. Tätä työtä varten rakennettiin budjetit vuosille 2017-2020. Kasvuprosenttina käytettiin Mara ry:n arviota ravintoloiden liikevaihdon kasvusta kesään 2018 asti, joka on n. 5 %. Kasvuprosenttia käytettiin aina vuoteen 2019 asti, talouden parantumisen ja sen kasvunäkymien oletuksen takia. Huomioon otettiin myös vuosittainen hintojen nousu, joka sisältyi kasvuprosenttiin. Toimialan heilahteluiden vuoksi kasvuprosenttia laskettiin vuoden 2020 budjettiin ja lukuna käytettiin 2 %:a. (MaRa ry. 2018c). Aine- ja tarvikekäyttö arvioitiin samojen prosenttien mukaan, mutta työvoiman käyttö arvioitiin vuoden 2016 tasoon. Yrittäjän mukaan se on mahdollista ammattitaitoisen ja sitoutuneen henkilökunnan ansiosta. Myöskään investointeja ei ole tarvetta tehdä lähitulevaisuudessa, jolloin poistojen määrä on aleneva. (Yrittäjä X 2018.)

#### 8.4.1 Kassavirta

Kassavirtalaskemilla seurataan rahan liikkeitä kassaan ja kassasta maksuja (Kallunki & Niemelä 207, 109). Kassavirtojen avulla tehtävän arvon määrittämisen puute on että ne eivät huomioi yritykseen mahdollisesti sitoutuvaa pääomaa. Kassavirtalaskelmat keskittyvät toiminnan kannattavuuteen ja ottavat huomioon yrityksen tuottaman tuloksen. Monilla toimialoilla pääoman sitoutumisella toimintaan ei ole suurtakaan merkitystä. Palvelualat ovat tästä hyvä esimerkki. (Vilkkumaa 2010, 128-131.)

Yksinkertaistettuna kassavirratt, eli yrityksen kassaan maksut ja kassasta maksut ennakoidaan ja diskontataan nykyhetkeen käyttämällä haluttua tuottovaatimusta diskonttaustekijänä. Näin saadusta hinnasta vähennetään vieraan pääoman rahoittajien osuus, joka saadaan vähentämällä lainojen määrästä rahat ja pankkisaamiset. Osaakkenomistajien osuus yrityksen hinnasta saadaan vähentämällä nettovelat kassavirtojen perusteella saadusta yrityksen hinnasta. (Vilkkumaa 2010, 128-131.)

Diskontattujen kassavirtojen mallissa riski määrittää tuottovaatimuksen ja kasvu ja kannattavuus puolestaan kassavirtojen tason (Seppänen 2017, 95).

Jos ennusteet on laadittu hyvin, vapaa kassavirta voidaan yksinkertaistettuna laskea seuraavasti (Vilkkumaa 2010, 130):

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

Kuvio 6: Vapaa kassavirta (Kallunki 2014, 199.)

Nettokäyttöpääoman muutos saadaan muodostettua seuraavasti (Kallunki & Niemelä 2007, 113):

$$\text{vaihto-omaisuus} + \text{myyntisaamiset} - \text{ostovelat} = \text{nettokäyttöpääoman muutos}$$

Tehtyjen budjettien perusteella pystyttiin laskemaan tulevat kassavirrat vuoteen 2020 asti. Nettokäyttöpääoman muutosta varten laadittiin ennusteet myös varastojen arvosta, myyntisaamisista ja ostoveloista. Historian ja tehtyjen tulosbudjettien perusteella todettiin näiden pysyvän hyvin samalla tasolla seuraavat neljä vuotta.

Tulevat kassavirrat diskontattiin 5 %, 8 % ja 15 % tuottovaatimuksella. Kyseisen yrityksen ollessa kyseessä 5 % ja 8 % voidaan perustella vakaalla ja tasaisella tuottoarvolla. Ilman velkaa yritys olisi riskitön. Voidaan ajatella, että yritys jatkaa toimintaansa liikeidealla, samalla asiakaskunnalla ja tunnettuudella. Vertailun vuoksi tehtiin laskelma, missä oletettiin että yritys ei olisi saneerausvelkoissa ja jätettiin huomioimatta saneerausvelat. Yrityksen hinnaksi saneerausvelkojen kanssa eri tuottovaatimuksilla muodostui 4,5 % - 11 % vuoden 2016 liikevaihdosta. Jos yrityksellä ei olisi saneerausvelkoja hinnaksi muodostui 12 % - 18 % vuoden 2016 liikevaihdosta. Kun molemmissa tapauksissa vähentää yrityksen hinnasta yrityksen velat, osakkeenomistajien osuus on negatiivinen. Osakkeenomistajien osuus yrityksen hinnasta muodostaa perustan yrityksestä maksettavalle kauppahinnalle (Vilkkumaa 2010, 131).

Discounted Cash Flow (DCF) Formula

$$= \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF = Cash Flow  
r = Discount Rate (WACC)  
n = Time in Years

Kuvio 7: Nykynettoarvo (Stocks for beginners 2018.)

#### 8.4.2 Käyttökate

Yrityksen hintaa voidaan määritellä myös tulevien vuosien käyttökatteiden perusteella. Yksinkertaisimmillaan käyttökate saadaan lisäämällä liikevoittoon poistot. Käyttökatteiden perusteella määriteltyä hintaa voi olla hyvä käyttää vertailukohtana jollekin toiselle menetelmälle. Hinnan määrittämisessä käytetään yleensä kertoimia 3-5. (Vilkkumaa 2010, 126.)

Oikaistu Tuloslaskelma

Liikevaihto  
Liiketoiminnan muut tuotot  
LIIKETOIMINNAN TUOTOT

Aineet ja tarvikkeet  
Varaston lisäys / vähennys  
Yhteensä  
MYYNTIKATE

Ulkopuoliset palvelut  
Henkilöstökulut  
Liiketoiminnan muut kulut

KÄYTTÖKATE

Kuvio 8: Käyttökateen muodostuminen

Budjettien perusteella yritykselle laskettiin käyttökatteet vuosilta 2016-2020. Saadut luvut jaettiin viidellä keskiarvon saamiseksi. Kertoimeksi valittiin varovaisuussyistä 3. Keskimääräinen käyttökate kerrottuna kolmen kertoimella tuo yrityksen hinnaksi 13,8 % vuoden 2016 liikevaihdosta.

Mara ry:n (2018d.) mukaan ravintoloiden käyttökate olisi ollut vuonna 2016 keskimäärin 6 %:a. Yritys X:n kohdalla tilanne on -6 %:a. Jos budjetit toteutuvat, käyttökate nousee vuoteen 2019 mennessä kahdeksaan prosenttiin.

#### 8.4.3 Tulevien tulosten diskonttaus

Tässä menettelyssä diskontataan tulevien vuosien tulokset nykyhetkeen ottamalla huomioon tuottovaatimus ja ajan kulumisen (Vilkkumaa 2010, 136). Yrityksen tulokset diskontattiin nykyhetkeen vuosilta 2016-2020. Tuottovaatimuksina käytettiin samoja prosentteja 5, 8 ja 15 kuin vapaan kassavirran mallissa. Tulokseksi saatiin 6 % - 11 % vuoden 2016 liikevaihdosta.

## 8.5 Substanssiarvo

Tuottoarvon vertailukohtana voidaan käyttää substanssiarvoa, joka yksinkertaisimmillaan on yrityksen velattoman omaisuuden arvo, eli varat - velat. Yrityskaupan rahoituksen näkökulmasta substanssiarvolla on merkitystä. Yritykseen tulee perehtyä, sillä ostajan näkökulmasta varallisuudella, joka ei liity suoraan liiketoimintaan, ei ole arvoa, kuten arvokkaat taideteokset. Sama koskee tuotannontekijöitä, joilla ei ole merkitystä tuloksenteekoon. (Rantanen 2012, 87-90.) Rantasen (2012, 89) mukaan on tärkeää tietää mistä myyjän hintapyyntö koostuu ja mihin se perustuu.

Koski (2012, 112) sanoo substanssiarvon heikkoutena olevan se, että se ei käytännössä ota huomioon yrityksessä olevaa tieto-taitoa. Lakivälitys.fi:n (2018) mukaan yrityksen arvo on nolla, jos velat ovat varoja suuremmat. Substanssiarvoa käytetään myyntihintana vain harvoin, sillä se kertoo vain yrityksen omaisuuden arvon laskentahetkellä. Ostaja ostaa yrityksen omaisuuden lisäksi yritystoiminnan. (Lakivälitys.fi.)

Yritys X:n vuoden 2016 substanssiarvo on nolla, koska yrityksen velat ovat suuremmat kuin varat. Vertailun vuoksi tehtiin laskelma jossa ei otettu huomioon sanerausvelkoja. Velat jäivät silti suuremmiksi kuin varat.

## 8.6 Arvokkaat ominaisuudet

Arvokkaiden ominaisuuksien löytämiseksi etsittiin yrittäjä X:n ja yrittäjä XY:n haastatteluista samankaltaisuuksia, painottaen enemmän yrittäjä X:n haastatteluun mitä yrittäjä itse arvostaa. Samankaltaisuudet haettiin yrittäjä XY:n tekemistä yrityskaupoista, mitä hän oli ottanut huomioon kauppvoja tehdessä. Yrittäjät arvostivat yllättävän paljon samoja ominaisuuksia.

### 8.6.1 Kilpailukyky, markkina-asema, sijainti ja ulkoiset uhat

Rantasen (2012, 118-120) mukaan kilpailukyky arvonmäärittämisessä on subjektiivinen käsite. Kirjoittajan mukaan hyvä kilpailukyky vähentää epävarmuutta yrityksen arvon määrittämisessä ja yrityskaupoissa yleensä. Historian perusteella voidaan arvioida menneisyyttä, mutta arvonmäärityksen kannalta on tärkeää arvioida miten taustalla olevat tekijät tulevat säilymään tulevaisuudessa. Vahvan markkina-aseman ja kilpailukyvyyn ylläpitämisessä kulkee aina kysymys aseman pitämisestä.

”Ravintolamaailmassa näinhän se menee. Eka vuosi on hyvä ja menee kivasti kun ihmiset löytävät uuden paikan, toinen vuosi menee huonommin kun paikka alkaa olemaan tuttu ja kolmantena vuonna menee taas yleensä vähän paremmin kun vakiintuminen on syntynyt.” (Yrittäjä XY 2017.) Yritys X on toiminut kohta jo 9 vuotta, joka on alalla merkittävä saavutus samalla omistajalla.

Yritys tarjoaa sellaista mitä muut eivät ole pystyneet tarjoamaan. Henkilökunnan osaaminen ja tuotteet ovat mahdollistaneet jatkuvuuden. Yrityksellä on paljon potentiaalia tulevaisuudessakin, joka tosin vaatii panostuksia. Alalle tulevat kilpailijat ovat suurin ulkoinen uhka, sekä yleisen talouden heilahtelut kuluttajien käyttäytymisessä. Kilpailijoiden suhteen yritys on kuitenkin edellä kävijä, jota on vaikea saada kiinni. Asiaan ei toki voi tuudittautua, vaan pysyä edellä aikaansa ja kilpailijoita. Yrityksen sijainti on sekä uhka että mahdollisuus, joka täytyy ottaa käyttöön. Saneeraus vaikuttaa kilpailukykyyn ja markkina-asemaan oleellisesti. Jos saneeraus saadaan päätökseen, asema on huomattavasti parempi ja vankempi. (Yrittäjä X 2017.)

Yrittäjä XY (2017) kertoo osakekaupastaan seuraavaa: ”Keskustan liikepaikka on keskustan liikepaikka. Maksettiin potentiaalista, eli tultiin vastaan hinnassa myyjälle. Myyjä tosin oli valmis myymään”.

#### 8.6.2 Historia ja tunnettuus

Yrityksellä, jonka ei tarvitse mainostaa itseään on loistava brändi, tunnettuus, maine tai nimi. Tieto yrityksen menneisyydestä ja realistinen visio tulevaisuudesta on paras lähtökohta tulevaisuuden arviontiin yrityskaupoissa. (Rantanen 2012, 127.)

Yrityksellä on valtakunnallinen maine kulttuuripaikkana. Artistit haluavat tulla paikalle, vaikka heille henkilökohtaiset puitteet olisivat monia muita paikkoja laihemmat. Asiakkaat saapuvat keikoille satojen kilometrienkin päästä paikan tunnelman vuoksi. Yrityksen liikeidea toimii vuosien jälkeenkin. Sijaintiin ja paikkaan ei uskottu sitä perustettaessa, nyt muutkin haluavat tehdä liveä. (Yrittäjä X 2017.)

Yrittäjä XY (2017) kertoo liiketoimintakaupastaan: ”Historia ja paikka merkitsivät. Tuollaista ei usein tule myyntiin ja se tulee säilymään siellä vielä teoriassa ainakin lapsenlapsille jos ei kämmää asioita ihan hirveästi”.

#### 8.6.3 Osaaminen, organisaatio ja sisäinen toimintapa

Yrittäjä X (2017) kokee tällä hetkellä olevansa hyvässä asemassa organisaationsa kannalta. Yritys on haavoittuvainen ja riippuvainen jäsenistään vaikka se olisi dynaaminen ja tehokas (Rantanen 2012, 133). Asioita on ulkoistettu, eikä yrittäjä joudu hoitamaan kaikkia asioita itse. Henkilökunnalla on erityisosaamista ja motivaatiota. Osaaminen olisi mahdollista siirtää uudelle omistajalle. Riskinä yrittäjä näkee organisaation pienuuden ja yrittäjän oman työpanoksen, jotka muuttuessaan eivät tue yritystä tai ainakin hankaloittaisivat tulevaisuutta. (Yrittäjä X 2017.)



”Henkilöstö on vaikea asia, vaikea nähdä ja arvottaa ennen kuin olet itse siinä. Maksoin työntekijöistä vaikka aina kaupoissa joku jää pois ja niin kävi nytkin. Sitten vietiin oma jengi tilalle” (Yrittäjä XY 2017).

## 9 Yhteenveto ja lopputulos

Toimeksiannossa tutkittiin yritys X:n arvoa. Arvonmääritysprosessi aloitettiin strategisella analyysillä, johon tehtiin klassinen SWOT-analyysi sisäiseen tarkoitukseen.

<b>Vahvuudet</b> Alan tietämys Osaaminen Tuotteet Sijainti Sopimukset	<b>Heikkoudet</b> Sijainti Henkilökunnan vähyyt
<b>Mahdollisuudet</b> Sijainti Tarjonta Keikkapaikat Mukautuvaisuus Uusi lainsäädäntö	<b>Uhat</b> Internet Kilpailijat Ohjelmisto

Kuvio 9: SWOT-analyysi

Tutkimusta varten yritys X luovutti vuoden 2013-2016 tilinpäätökset, joiden perusteella voitiin luoda tilinpäätösanalyysi valittujen tunnuslukujen osalta. Vilkkumaan (2010, 44) ja Koski (2012, 79) mukaan tunnuslukuja ei ole mielekästä käyttää aivan pienten yritysten kohdalla, sillä ne saattavat antaa aivan ihmeellisiä lukuja. Näin kävi tässäkin tutkimuksessa ja niitä ei ole mielekästä käyttää arvoa määrittäessä.

	2013	2014	2015	2016
Myyntikate%			65 %	62 %
Liikevoitto%	-3 %	-3 %	1 %	-7 %
Koko pääoman tuotto%	-34 %	21 %	5 %	-55 %
Omavaraisuusaste	-289 %	-185 %	-227 %	-293 %
Quick ratio	0,21	0,26	0,21	0,16

Kuvio 10: Tunnuslukujen yhteenveto

Arvonmääritysmenetelmiksi valittiin tuottoarvon määrittäminen, jossa diskontattiin tulevia kassavirtoja, käyttökatetta ja diskontattiin tulevia tuloksia. Vertailukohdaksi laskettiin

yrittäjän substanssiarvo. Menetelmät sopivat tutkijan mielestä parhaiten alaan ja käyttötarkoitukseen.

<b>Tuottovaatimus</b>	<b>5 %</b>	<b>8 %</b>	<b>15 %</b>	
Diskontatut kassavirrat	10,63 %	8,55 %	4,77 %	Vuoden 2016 liikevaihdosta
Tulevien vuosien tulokset	11,05 %	9,24 %	5,96 %	Vuoden 2016 liikevaihdosta
<b>Käyttökate</b>	<b>13,89 %</b>			Vuoden 2016 liikevaihdosta
<b>Substanssiarvo</b>	<b>0</b>			

Kuvio 11: Tuottoarvolaskelmat

Lisäarvona tutkittiin yrityksen arvokkaita ominaisuuksia, jotka etsittiin haastattelujen perusteella joita olivat:

<b>Kilpailukyky</b>	<b>Tunnettuus</b>
<b>Markkina-asema</b>	<b>Osaaminen</b>
<b>Sijainti</b>	<b>Organisaatio</b>
<b>Ulkoiset uhat</b>	<b>Sisäinen toimintatapa</b>
<b>Historia</b>	

Kuvio 12: Arvokkaat ominaisuudet

Haastattelun ja tutkimuksen edetessä kävi ilmi, että yrittäjä ei todellisuudessa ole vielä valmis myymään yritystään. Jos teoriassa kuitenkin näin tapahtuisi, yrittäjän kannattaisi harkita liiketoiminnan myymistä, jolloin hän tuottoarvomenetelmien perusteella voisi saada yrityksestään jotain substanssiarvon ollessa nolla. Käytännössä jos yrittäjä haluaisi myydä osakkeensa tällä hetkellä, hän todennäköisesti joutuisi maksamaan ostajalle. Yritys on tunnearvoltaan, osaamiseltaan ja maineeltaan arvokas. Velkamäärän takia olisi kuitenkin ihme jos ostaja löytyisi. Haastattelujen perusteella yrittäjä selkeästi etsii jatkajaa tai yhtiökumppania joka jakaa yrittäjän oman arvomaailman ja intressit sekä rakkauden musiikkiin ja kulttuuriin.

Tutkimuksen perusteella yrittäjän kannattaisi selviytyä velkasaneeruksesta ja harkita myyntiä sen jälkeen. Saneeruksen jälkeistä tulevaisuutta olisi syytä miettiä, strategioita ja budjetoita jo nyt, sekä aloittaa toimenpiteitä tuloksen tekemiseksi ja yrityksen myyntikuntoon saattamiseksi mahdollista ostajaa varten.

## 10 Pohdinta ja jatkokysymys

Yrityksessä on potentiaalia mutta maksukyky ja velkaantuneisuus ovat päässeet huonoksi. Hyväksi asiaksi voidaan katsoa pääsy yrityssaneeraukseen, joka tutkimuksen viimeistelyhetkellä on jo loppusuoralla päättyen vuonna 2019. Olisi mielenkiintoista seurata toteutuvatko laaditut budjetit ja tulevaisuuden aikeet. Tutkimus tuotti positiivisia ongelmia.

Yrittäjä heräsi itse tilanteeseensa ja tekee nyt asioita yrityksen saneerauksesta selviämiseksi ja yrityksen myyntikuntoon saattamiseksi. Jatkokysymyksenä tutkimukselle voidaan pitää minkälaisia toimenpiteitä myyjän tulisi tehdä ennen ostajan etsimistä.

Tutkimuksen näkökannasta ainakin sisäinen ja ulkoinen strategia olisi syytä tarkastaa sekä tulevaisuuden suunnitelmat miettiä kuntoon budjetiteineen, sekä suunnitelma siitä miten ne toteutuvat. Yrityksellä on rajalliset kasvumahdollisuudet, mutta niitä kuitenkin on jos suunnitelmissa pysytään ja kulurakennetta tarkistetaan. Yrittäjä XY (2017) sanoi haastattelussaan: ”Törkeän vaikea rikastua mutta voi tulla toimeen, hyvinkin toimeen. Vaatii aggressiivisen laajentumisen jos aikoo rikastua”. Aggressiivisesta laajentumisesta tuskin tässä tapauksessa on kyse.

Arvonmäärittäminen on erittäin hankalaa ja menetelmiä on useita. Isona kysymyksenä nousee esiin kuka arvoa määrittelee. Kiinnostavaa on myös kuinka paljon tunnuslukuihin on luottamista ja kuinka paljon uskotaan pelkkiin analyyseihin tutustumatta yritykseen sen tarkemmin. Mikä sitten antaa sen oikean arvon, ei tutkimuksessa selvinnyt. Moni lähde sanoi oikean arvon syntyvän kun ostaja ja myyjä ovat samaa mieltä asioista. Olen samaa mieltä asiasta. Kuten siihen että myyjä haluaa oikeasti myydä ja ostaja haluaa ostaa. Jos yrittäjä oikeasti myy yrityksensä tulevaisuudessa, jatkotutkimukseni menee sinne ja katsoo miten prosessi meni. Tutkimuksen perusteella saadun yrittäjän henkilöanalyysin perusteella olisi ihme jos yrittäjä myisi yrityksen niin sanotusti kelle tahansa.

## Lähteet

## Painetut

Bäck, J., Karsio, T., Markula, E. & Palmu, M. 2009. Due diligence. Onnistuneen yrityskaupan edellytys. Keuruu: Otavan kirjapaino.

Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2009. Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Helsinki: Yliopistopaino.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja kirjoita. 15., uudistettu painos. Hämeenlinna: Kariston kirjapaino.

Kallunki, J. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. 4. painos. Jyväskylä: Gummerus.

Katramo, M., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. 2011. Yrityskauppa. 1. painos. Helsinki: WSOYpro.

Koski, T. 2012. Pk-yrityksen strateginen talousjohtaminen. Hämeenlinna: Kariston kirjapaino.

Ojasalo, K., Moilanen, T. & Ritalahti, J. 2009. Kehittämistyön menetelmät. Uudenlaista osaamista liiketoimintaan. 1. painos. Helsinki: WSOYpro.

Rantanen, J. 2012. Arvonmääritys yrityskaupassa. Saarijärvi: Saarijärven Offset.

Rantanen, J., Korpela, R., Engblom, A., Haavisto, M. & Haanpää, J. 2016. Arvokas yritys. Näin pidät yrityksesi myyntikunnossa. Eura: Euraprint.

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. Liettua: BALTO print.

Tuomi, J. 2007. Tutki ja lue. Johdatus tieteellisen tekstin ymmärtämiseen. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

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

Yritystutkimusneuvottelukunta 2005. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. 8., korjattu laitos. Tampere: Tammer-Paino.

## Sähköiset

Finnvera 2017b. Liiketoimintakauppa. Viitattu 14.1.2018.  
<https://www.finnvera.fi/alku/tietoa-yrityksen-osta-jalle/liiketoimintakauppa>

Henriksson, K., Mantere, P. & Mänty, I. 2014. LbDyAll-käyttöopas. Tutkimuksellisuus. Viitattu 16.1.2018. [www.laurea.fi/dokumentit /documents/henriksson](http://www.laurea.fi/dokumentit/documents/henriksson)

Immonen, R. 2015. Yritysjärjestelyt. 6., uudistettu painos. AlmaTalent. Viitattu 15.1.2018.  
<https://verkkokirjahylly.almatalent.fi/teos/EAIBCXTCE#kohta:2>

Kallunki, J. 2014. Tilinpäätösanalyysi. Almatalent. Viitattu 6.6.2018. [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.nelli.laurea.fi/teos/HAJBBXCTEB#kohta:TILINP\(\(c4\)\)\(c4\)T\(\(d6\)SANALYYSI\(\(20\)\)](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.nelli.laurea.fi/teos/HAJBBXCTEB#kohta:TILINP((c4))(c4)T((d6)SANALYYSI((20)))

Kilpailulaki 2011. **MUISTA ETSIÄ MITEN LAKILÄHTEET MERKITÄÄN!** Viitattu 14.1.2018. <http://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2011/20110948?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=kilpailulaki#L4P21>

Kukkonen, M. & Walden, R. 2015. Elinkeinoverolaki käytännössä. 3., uudistettu painos. AlmaTalent. Viitattu 26.1.2018. [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.nelli.laurea.fi/teos/CAXBBXAUBGH#kohta:ELINKEINOVEROLAKI\(\(20\)K\(\(c4\)YT\(\(c4\)NN\(\(d6\)SS\(\(c4\)\)\(20\)\)](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.nelli.laurea.fi/teos/CAXBBXAUBGH#kohta:ELINKEINOVEROLAKI((20)K((c4)YT((c4)NN((d6)SS((c4))(20)))

Lakivälitys.fi 2018. Yrityksen arvonmääritys. Viitattu 24.5.2018. <https://www.lakivalitys.fi/pro/yrityksen-arvonmaaritys>

MaRa ry. 2018a. Ravintola-anniskelu. Viitattu 16.1.2018. <https://www.mara.fi/toimiala/matkailu-ja-ravintola-ala-lyhyesti/anniskelu-ravintoloissa>

MaRa ry. 2018b. Työllistävyys. Viitattu 7.5.2018. <https://mara.fi/toimiala/tilastoja-ja-tutkimuksia/alan-tunnuslukuja/tyollistavyys>

MaRa ry. 2018c. Liikevaihtoennuste. Viitattu 8.5.2018. <https://mara.fi/toimiala/tilastoja-ja-tutkimuksia/ennusteet/liikevaihtoennuste>

MaRa ry. 2018d. Taskutilastot. Viitattu 8.5.2018. [https://mara.fi/site/attachments/Taskutilasto16\\_04042017.pdf](https://mara.fi/site/attachments/Taskutilasto16_04042017.pdf)

Osakeyhtiölaki 2006. Viitattu 15.1.2018. <http://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=osakeyhti%C3%B6laki>

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. 1. painos. Almatalent. Viitattu 8.5.2018. [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.nelli.laurea.fi/teos/DABBXXBTABBED#kohta:YRITYKSEN\(\(20\)ARVONM\(\(c4\)\)\(c4\)RITYS\(\(20\)\)](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.nelli.laurea.fi/teos/DABBXXBTABBED#kohta:YRITYKSEN((20)ARVONM((c4))(c4)RITYS((20)))

Stocks for beginners 2018. Discounted cash flow valuation. Viitattu 6.6.2018. <https://www.stocks-for-beginners.com/discounted-cash-flow-valuation.html>

Suomen yrittäjät 2014. Kauppatavat. Viitattu 14.1.2018. <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/minustako-yrittaja/omistajanvaihdos/kauppatavat-317419>

Suomen yrittäjät 2015. Yrityskaupan verotus. Viitattu 14.1.2018.

<https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/minustako-yrittaja/omistajanvaihdos/verotus/yrityskaupan-verotus-320758>

Tilastokeskus 2018. Pääluokat. Toimialaluokitus 2008. Ravitsemistoiminta. Viitattu 7.5.2018.

<https://www.stat.fi/meta/luokitukset/toimiala/001-2008/56301.html>

Julkaisemattomat

Yritys X 2008. Liiketoimintasuunnitelma. Moniste.

Yrittäjä X 2017. Yritys X. Haastattelu 12.12.2017.

Yrittäjä XY 2017. Yritys XY. Haastattelu 28.12.2017.

## Kuviot

Kuvio 1: Ravintoloiden liikevaihdon kehitys aikavälillä 2008-2018 (MaRa ry. 2018).....	8
Kuvio 2: MaRa ry:n (2018) mukaan toimialan ongelmana on yritysten heikko kannattavuus. ...	9
Kuvio 3: Kustannusrakenne (Mara ry. 2018).....	9
Kuvio 4: Arvonmäärityksen lähestymistavat ja menetelmät (Seppänen 2017, 87). ....	16
Kuvio 5: SWOT-analyysin esimerkki .....	23
Kuvio 6: Vapaa kassavirta (Kallunki 2014, 199.).....	29
Kuvio 7: Nykynettoarvo (Stocks for beginners 2018.).....	30
Kuvio 8: Käyttökateen muodostuminen .....	30
Kuvio 9: SWOT-analyysi .....	33
Kuvio 10: Tunnuslukujen yhteenveto .....	33
Kuvio 11: Tuottoarvolaskelmat .....	34
Kuvio 12: Arvokkaat ominaisuudet .....	34