



LAUREA
AMMATTIKORKEAKOULU

Uuden edellä

Yrityksen arvonmääritys - Case Yritys Oy

Vehkaoja, Niina

2011 Leppävaara

Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Yrityksen arvonmääritys - Case Yritys Oy

Niina Vehkaoja
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Toukokuu, 2011

Niina Vehkaoja

Yrityksen arvonmääritys - Case Yritys Oy

Vuosi 2011 Sivumäärä 54

Opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää case-yrityksen arvo. Tutkimuksen kohteena oli Helsingin keskustassa toimiva pieni askartelun ja pienoismallien erikoisliike. Omistajien pyynnöstä yrityksen nimeä ei mainita opinnäytetyössä.

Tutkimusongelmana oli selvittää, kuinka yrityksen arvo voidaan määrittää ja mitkä menetelmät ovat parhaita case-yrityksen kohdalla. Yrityksen arvonmäärittäminen tehtiin lähtökohtaisesti tulevaisuudessa tehtävää yrityksen myyntiä varten. Yritys on tarkoitettu myydä lähitulevaisuudessa omistajapariskunnan jäädessä eläkkeelle. Yrityksen arvo haluttiin tutkia jo varhaisessa vaiheessa, jotta arvoon voidaan vaikuttaa myyntiä edeltävinä vuosina.

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimusmenetelmänä, jossa tietolähteinä käytettiin alan kirjallisuutta, luotettavia internet-lähteitä ja yrityksen virallisia tilinpäätöstietoja vuosilta 2006-2010. Lisäksi case-yrityksen omistajapariskuntaa haastateltiin kahteen otteeseen. Haastatteluiden pohjalta saatiin kartoitettua yrityksen menestymiseen vaikuttaneita taustatekijöitä ja yrityksen tulevia muutoksia.

Case-yrityksen arvon määrittämiseksi laskettiin ensimmäisenä yrityksen pääomien tuottovaatimukset. Vieraan pääoman arvo määriteltiin yrityksen pitkäaikaisten lainojen korkomaksujen keskiarvosta. Oman pääoman tuottovaatimus laskettiin Capital Asset Pricing -mallin avulla ja koko pääoman tuottovaatimus laskettiin Weighted Average Cost of Capital -mallin avulla. Vieraan pääoman tuottovaatimukseksi saatiin 5 %, oman pääoman tuottovaatimukseksi 12,13 % ja koko pääoman tuottovaatimukseksi saatiin 7,88 %.

Seuraavaksi käytettiin case-yrityksen arvonmäärittämiseksi kolmea eri arvonmääritysmallia. Tuottoarvopohjaisista malleista käytettiin lisäarvomallia ja vapaan kassavirran mallia ja vertailuarvoksi laskettiin yrityksen substanssiarvo. Tutkimustulokset paljastivat yrityksen substanssiarvoksi 206 950 euroa. Vapaan kassavirran mallilla laskettuna yrityksen arvoksi saatiin 504 561 euroa ja lisäarvomallilla 629 114 euroa. Yrityksen arvon voidaan katsoa sijoittuvan siten 570 000 euron tietämille. Vaikka teoreettisesti yrityksen hinta voidaan laskea, on oikea hinta viime kädessä se, jonka myyjä ja ostaja hyväksyvät.

Niina Vehkaoja

Company valuation - Case Company Ltd

| Year | 2011 | Pages | 54 |
|------|------|-------|----|
|------|------|-------|----|

The purpose of this thesis was to examine the value of a specific company. The study was made for a small company in Helsinki, which specializes in crafts and models. The company's name is not mentioned in the thesis at the owners' request.

The research problem was to find out how a company's value can be measured and the best methods of valuation with regard to the case company. The company is expected to be sold in the near future as the owners retire, and this is the main reason why a valuation was made. The company's value was calculated well in advance so that the value could be influenced in the years preceding the sale.

The study was conducted using qualitative research methods, where data was obtained from professional literature, reliable internet sources, and from the company's official financial statements from the years 2006-2010. In addition, the company's owners were interviewed on two occasions. The interviews were the basis for the analysis concerning the company's past success and future changes.

In order to assess the company's value the cost of capital must be determined first. The cost of debt was calculated from the average interest payments made on the company's long-term debts. Next the cost of equity was determined using the Capital Asset Pricing model and finally the company's cost of capital using the Weighted Average Cost of Capital model. The calculations show that the company's cost of debt was 5 %, the cost of equity was 12.13 % and the cost of capital was 7.88 %.

Finally the company's value was calculated using three different valuation models. The Free Cash Flow model and the Value-added model are based on the future rate of return. The company's net asset value was used as a comparison value. The results revealed the company's minimum value, i.e. the net asset value is 206 950 euro, and a value of 504 561 euro as a result of the free cash flow model and 629 114 euro as a result of the value-added model. The value of the company seems to be approximately 570 000 euro. Although, theoretically, the company's price can be calculated, the correct price is ultimately the price which both the seller and the buyer can agree on.

Keywords valuation, rate of return, valuation model

Sisällys

| | |
|---|----|
| Johdanto..... | 7 |
| 1.1 Tavoite ja tutkimusongelma | 7 |
| 1.2 Aiheen rajausta ja menetelmät | 8 |
| 1.3 Työn rakenne | 8 |
| 2 Arvonmääritys | 9 |
| 3 Yrityksen arvon määrittämisen lähtökohdat | 11 |
| 3.1 Strateginen analyysi | 11 |
| 3.2 Tilinpäätöksen analyysi | 12 |
| 3.2.1 Kannattavuus..... | 12 |
| 3.2.2 Vakavaraisuus | 13 |
| 3.2.3 Maksuvalmius | 14 |
| 3.2.4 Tehokkuus | 15 |
| 3.3 Tulevan kehityksen ennakointi | 16 |
| 4 Pääoman tuottovaatimus | 17 |
| 4.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus | 17 |
| 4.2 Oman pääoman tuottovaatimus | 17 |
| 4.3 Koko pääoman tuottovaatimus | 21 |
| 5 Yleisimmät arvonmäärittämissmallit..... | 22 |
| 5.1 Substanssiarvo | 22 |
| 5.2 Osinkoperusteinen malli | 23 |
| 5.3 Vapaan kassavirran malli | 24 |
| 5.4 Lisäarvomalli | 26 |
| 6 Case Yritys Oy | 27 |
| 6.1 Strateginen analyysi | 27 |
| 6.1.1 Sisäinen analyysi..... | 27 |
| 6.1.2 Ulkoinen analyysi..... | 31 |
| 6.2 Tilinpäätöksen analyysi | 33 |
| 6.3 Tulevan kehityksen ennakointi | 37 |
| 6.4 Yhteenveto | 39 |
| 7 Pääoman tuottovaatimus | 39 |
| 7.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus | 40 |
| 7.2 Oman pääoman tuottovaatimus | 40 |
| 7.3 Koko pääoman tuottovaatimus | 41 |
| 8 Tulokset..... | 42 |
| 8.1 Substanssiarvo | 42 |
| 8.2 Vapaan kassavirran malli | 42 |
| 8.3 Lisäarvomalli | 43 |

| | | |
|-----|---|----|
| 8.4 | Yhteenveto | 44 |
| 9 | Pohdinta | 45 |
| | Lähteet | 47 |
| | Kuviot | 49 |
| | Taulukot ja kaavat..... | 49 |
| | Liite 1. Oikaistu tuloslaskelma ja tase | 50 |
| | Liite 2. Substanssiarvolaskelma | 53 |
| | Liite 3. Vapaan kassavirran laskelma..... | 54 |

Johdanto

Yrityksen arvonmäärittämisen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Yritystä voidaan arvioida tarkasteluhetken tilanteen mukaan, mutta myös tulevaisuudessa odotettavan menestymisen mukaan. Arvonmäärittämisestä saatavia tietoja hyödyntävät sijoittajat, rahoittajat, yrityskauppoja ja fuusioita järjestelevät omistajat, omistajien etuja valvovat yritysjohtajat, yrityksen tilintarkastajat ja yritysten verotusarvoja määrittelevä verottaja. (Kallunki & Niemelä 2004 7-11.) Tässä opinnäytetyössä on arvonmäärittäystä käsitelty yrityskaupan näkökulmasta.

Yrityskauppa on aina ainutlaatuinen tapahtuma. Useimmille yrittäjille yrityksen myynti on koko yrittäjäuran suurin ja tärkein kauppa. Se on sitä taloudellisesti, mutta myös henkisesti. Yrittäjä itse on harvoin yrityskaupan ammattilainen ja yrittäjät arvioivat yrityksensä usein arvokkaammaksi kuin mitä se todellisuudessa on. Hintaan vaikuttaa tunnesiteet yritykseen ja toivo saada elämäntyölle kohtuullinen korvaus. (Suomen Yrityskaupat 2008; Yritys-Suomi 2007.)

Yhä useammin yritysten arvonmäärittämisen ammattilaiset käyttävät työssään erilaisia arvonmäärittäsmalleja, jotka ovat luotettavampia tuloksiltaan kuin pelkät yksittäiset tunnusluvut. Arvonmäärittäsmallit perustuvat joko yrityksen olemassa olevaan arvoon, eli nettovarallisuuden tai liikearvoon, eli tulevaisuuden tuotto-odotuksiin. Yrityksen lopullinen arvo määräytyy kuitenkin vasta yrityskaupassa, jossa myyjä suostuu luopumaan yrityksestään hinnalla, jonka ostaja on valmis maksamaan. (Kallunki ym. 2004 65; Pasonen, Turunen & Hiltunen 2000 61; Yritys-Suomi 2007.)

1.1 Tavoite ja tutkimusongelma

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on selvittää case-yrityksen arvo. Työ suoritettiin tehtävänantona yritykselle, joka tulee käyttämään arvonmäärittämisestä saatavia tuloksia apuna yrityskauppatilanteessa. Yrityksen myynti tulee ajankohtaiseksi aikaisintaan viiden vuoden kuluttua, jolloin yrityksen omistajapariskunnan on tarkoitus jäädä eläkkeelle. Yrityksen arvo haluttiin tutkia jo varhaisessa vaiheessa, jotta siihen voidaan vaikuttaa tulevina vuosina ennen myyntiä.

Yrityksen arvon selvittämiseksi käytetään erilaisia arvonmäärittäsmalleja ja menetelmiä, joiden avulla pyritään määrittelemään mahdollisimman tarkka hinta, jolla yritys voitaisiin myydä. Itse arvonmäärittäminen on tehty myyjän näkökulmasta, jonka toimeksiantona työ on toteutettu.

Opinnäytetyössä etsitään vastausta seuraavaan kysymykseen: mikä on yrityksen arvo. Yhtenä osana tutkimusongelmaa on etsiä case-yrityksen kannalta paras ja luotettavin arvonmääritysmenetelmä.

1.2 Aiheen rajaus ja menetelmät

Opinnäytetyö on rajattu käsittelemään case-yrityksen arvonmäärittämistä. Työ ei ole helposti sovellettavissa muiden yritysten arvonmääritykseen, sillä jokainen arvonmääritystapaus asettaa omat haasteensa. Tästä työstä voi kuitenkin hahmottaa pienyrityksen arvonmäärittämisen keinoja.

Opinnäytetyö on suoritettu kvalitatiivisena tutkimuksena. Kvalitatiivisella tutkimuksella tarkoitetaan laadullista havainnointia, joka pohjautuu tutkimusaineiston kokoamiseen ja erilaisiin materiaaleihin, kuten haastatteluihin ja kirjallisuuteen. (Heinonen 2010.)

Opinnäytetyö on toteutettu case-tutkimuksena, eli tapaustutkimuksena pienelle helsinkiläiselle askartelun ja pienoismallien erikoisliikkeelle. Case-tutkimus on luonteeltaan empiirinen tutkimus, jossa käytetään monipuolista ja eri tavoilla hankittua tietoa. Case-tutkimus on niin sanottu syvätkä tutkimus, jonka tarkoituksena on perehtyä johonkin tiettyyn tapahtumaan tai toimintoon rajatussa ympäristössä. (Heinonen 2010.)

1.3 Työn rakenne

Työn rakentuu kahdesta osasta, teoreettisesta viitekehystä ja sen pohjalta tehdystä yritystutkimuksesta. Luvussa kaksi on kerrottu arvonmäärittämisen peruseräkkeistä ja käyttötarkeituksesta. Kolmannessa luvussa kerrotaan tarkemmin, kuinka arvonmääritystä tulisi käytännössä lähestyä. Arvonmäärittämisen lähtökohtana käytetään Kallunki ym. (2004 23) esittämää kolmivaiheista analyysiä, johon kuuluu strateginen analyysi, tilinpäätöksen analyysi ja tulevan kehityksen ennakointi.

Arvonmäärityksessä on oleellista tuntee myös yrityksen pääoman tuottovaatimuksen laskennan teoria, kuten Kallunki ym. (2004 127-179) ja Knüpfer & Puttonen (2004 158) korostavat. Yrityksen pääomarakenne koostuu yleensä sekä vieraasta että omasta pääomasta. Vieraan pääoman tuottovaatimuksen laskeminen on huomattavasti helpompaa kuin oman pääoman. Pääoman tuottovaatimuksen määrittämisestä on kerrottu tarkemmin työn neljännessä luvussa.

Opinnäytetyön viidennessä luvussa on kerrottu tarkemmin arvonmääritysmalleista. Kallunki ym. (2004 102-126) mukaan yleisimpiä arvonmääritysmalleja ovat osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli, jotka ovat niin sanottuja tuottoarvopohjaisia malleja. Edellä mainittujen arvonmääritysmallien lisäksi työssä kerrotaan myös substanssiarvon määrittämisestä. Leppiniemen (1999 15) mukaan substanssiarvo toimii eräänlaisena vähimmäisarvona, sillä lähtökohtaisesti yrityksen toimintaa ei kannata jatkaa, jos tuottoarvo on substanssiarvoa alhaisempi.

Opinnäytetyön tutkimusosuus alkaa kuudennesta luvusta case-yrityksen esittelyllä. Yrityksen esittely pohjautuu teoriaosuudessa mainittuun arvon määrittämisen lähtökohtiin. Yrityksestä on ensimmäisenä laadittu strateginen analyysi, jossa on kerrottu taloudelliseen menestykseen vaikuttaneista yrityksen ulkoisista ja sisäistä tekijöistä. Seuraavaksi yrityksestä on laadittu tilinpäätösanalyysi, jossa on kuvattu yrityksen taloudellista tilannetta vuosien 2006-2010 tilinpäätöstietojen avulla. Analyysissä tarkastellaan yrityksen kannattavuutta, vakavaraisuutta, maksuvalmiutta ja tehokkuutta. Kolmanneksi analysoidaan yrityksen tulevaa kehitystä. Tulevan kehityksen analyysi pohjautuu lähinnä omistajien näkemyksiin yrityksen ja toimialan toimintaedellytyksistä.

Työn seitsemännessä luvussa on laskettu case-yrityksen vieraan ja oman pääoman kuin myös koko pääoman tuottovaatimukset. Tuottovaatimuksia on käytetty myöhemmin työn yhdeksännessä luvussa, jossa on käytetty arvonmääritysmenetelmiä. Case-yrityksen kohdalla käytetään arvon määrittämiseksi vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia sekä lasketaan yrityksen substanssiarvo. Substanssiarvon laskemiseksi on kukin tase-erä arvostettu käypään arvoonsa, jolloin saadaan markkinasubstanssi. Vapaan kassavirran mallin laskemiseksi on tehty erillinen kassavirtalaskelma, joka löytyy liitteestä 3. Omistajien haastattelun pohjalta on lisäarvomallia varten laadittu tulosenuste.

Työn viimeisessä luvussa on loppuyhteenveto työssä saavutetuista tuloksista. Luvussa käy ilmi, mihin työn tuloksia voidaan käyttää ja mitä työn pohjalta voitaisiin tutkia lisää. Olenaisena osana on myös pohdinta työn luotettavuudesta.

2 Arvonmääritys

Yrityksen ja sen oman pääoman arvo riippuu yrityksen taloutta, erityisesti kasvua ja kannattavuutta koskevista tulevaisuuden odotuksista. Samalla periaatteella toimii minkä tahansa hyödykkeen, etuuden tai oikeuden arvo. Arvo muodostuu siten siitä tulevaisuudessa saatavien tuottojen nykyhetkeen diskontatusta arvosta. (Kinnunen, Laitinen, Laitinen, Leppiniemi & Puttonen 2006 61) Tähän samaan Kinnunen ym. esittämään perusolettamukseen perustuu myös useat muut arvonmääritystä käsittävät teokset. Kuten Blomquist, Blummé & Simola

(1997 88) ja Kallunki ym. (2004 11) toteavat, yrityksen arvo on johdettavissa tulevaisuudesta ja odotettavissa olevista tuloksista, tulevasta kassavirroista, mutta myös omaisuuden myynnistä saatavasta tuotosta. Arvoon vaikuttaa lisäksi tulosten saavuttamiseen liittyvä riski.

Arvonmäärityksen kirjallisuudessa lähestytään Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonsen (2001, 108) mukaan yleensä niin kutsutusta ”stand alone” -periaatteesta, jolloin yrityksen arvoa tarkastellaan omana erillisenä tapahtumana. Siten arvonmäärittämisessä ei huomioida myytävän yrityksen muodostamaa synergia potentiaalia ostajaan nähden. Perussyyn tähän on se, että synergia potentiaali on aina ostajan määriteltävissä ja sen tulisi pohjautua laajaan yritystutkimukseen, niin sanottuun Due Diligence -tutkimukseen. Tässä opinnäytetyössä on arvonmääritystä lähestytty nimenomaan tästä ”stand alone” -perusajatuksesta.

Perinteisesti yrityksen arvo määritellään yleensä yrityskauppatilanteessa, mutta arvonmääritystä tarvitaan myös fuusioiden yhteydessä, hankittaessa tai sijoitettaessa pääomia, myönnettäessä luottoja, listauduttaessa pörssiin sekä lunastettaessa osakkeita. Tytär- ja osakkuusyri-tysten arvostus tilinpäätöksessä, selvityshu-ka, omaisuusverotus, perinnönjako sekä yrityksen johtaminen ja tulosten mittaaminen ovat myös syitä, joiden johdosta halutaan määrittää yrityksen tai liiketoiminnan arvo. (Blomquist ym. 2001 107)

Yrityskauppa prosessina on hyvin monimutkainen ja yrittäjät tarvitsevatkin usein alan ammattilaisia niin arvon määrittämisessä kuin myös kaupan järjestelyssä. Prosessi voi olla pitkä ja haastava kaikille osapuolille. Arvonmääritys onkin vain yksi osa onnistunutta yrityskauppaa ja arvo määräytyy usein vasta kauppaneuvotteluissa, jolloin yrityksen lopullinen hinta saattaa riippua muista sopimusehdoista, eikä näin ole helposti verrattavissa muihin yrityskauppoihin. (Pasonen ym. 2000 22-60.)

Yrityksen arvo voidaan määrittää erilaisten tunnuslukujen avulla, joiden käytön suosio perustuu niiden helppokäyttöisyyteen. Erilaiset arvonmääritysmallit ovat kasvattaneet kuitenkin suosiotaan erityisesti ammattilaisten keskuudessa, antaen perusteellisemmän ja luotettavamman kuvan yrityksen arvon määräytymisen taustatekijöistä, kuin pelkkien taloudellisten tunnuslukujen tarkastelu. (Kallunki ym. 2004 65)

Arvonmääritysmalleista yksi on yrityksen substanssiarvo, jolloin tarkastellaan yrityksen varoja suhteessa velkoihin. Substanssiarvo perustuu kokonaisuudessaan historiallisiin arvoihin ja sitä käytetään usein niin sanottuna tarkastuslukuna tai vähimmäishintana. (Blomquist ym. 2001 124; Leppiniemi 1999 15) Kallunki ym. (2004 102-121) mukaan tulevaisuuden tuottoihin perustuvia arvonmääritysmalleja ovat osinkoperusteinen malli, jossa tarkkaillaan yrityksen tulevaa osinkovirtaa ja vapaan kassavirran malli, jossa tarkkaillaan tulevia kassavirtoja, sekä lisäarvomalli, jossa tarkastellaan tulevaisuudessa odotettavia voittoja.

Useissa arvonmäärittämisestä käsittelevissä kirjoissa kerrotaan, että yksi tärkeimmistä arvonmäärittämiseen ja yrityskauppoihin liittyvistä asioista on ostettavan yrityksen tunteminen. Blomquist ym. (2001 9) ja Tenhunen ym. (2000 42) mainitsevat, että osana onnistunutta kauppaa voidaan pitää kattavaa Due Diligence -tutkimusta. Tässä opinnäytetyössä on käytetty apuna Kallunki ym. (2004 24) ja esittämää kolmivaiheista analyysiä, jonka avulla arvonmäärittämistä tulisi lähestyä. Kallunki ym. esittämä kolmivaiheinen yritysanalyysi poikkeaa Due Diligence -tutkimuksesta siten, että Due Diligence -tutkimuksessa huomioidaan myös yrityskaupan toteuttamisen juridiset puolet. Seuraavassa luvussa on kerrottu tarkemmin analyysin vaiheista.

3 Yrityksen arvon määrittämisen lähtökohdat

Arvonmäärittämisen tuottama hyöty, eli itse analyysi, paranee huomattavasti liiketoiminnan ymmärtämisen kautta. On hyödyllistä omata runsaasti tietoa yleisesti arvonmäärittämisestä, mutta analysoitavan liiketoiminnan tunteminen on kaikkein tärkeintä. Lisäksi arvonmäärittämiselle on leimallista sen subjektisuus. Jotta yrityksen arvo voidaan laskea, on tehtävä paljon oletuksia, jotka ovat aikaan ja käytettävissä olevaan tietoon sidottuja. Siksi arvonmäärittäminen edellyttää perehtyneisyyttä yritykseen ja toimintaympäristöön. (Blomquist ym. 1997 12-13; Knüpfer ym. 2004 208)

Arvonmäärittämisen lähtökohta perustuu kolmeen vaiheeseen, strategiseen analyysiin, tilinpäätöksen analyysiin ja tulevan kehityksen ennakkointiin. (Kallunki ym. 2004 23-31.) Seuraavaksi luvuissa 3.1-3.3 on kerrottu kustakin vaiheesta tarkemmin.

3.1 Strateginen analyysi

Strateginen analyysi jaetaan yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Analyysin tavoitteena on tunnistaa yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät, kuten markkinoiden ja tuotealueiden koko ja arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohtajien valinnat. Strategisen analyysin avulla saadaan selville yrityksen voittoihin ja kassavirtoihin vaikuttavat tekijät. Analyysissä tulee ottaa huomioon myös tulevien voittojen saavuttamiseen liittyvät keskeiset riskitekijät. (Kallunki ym. 2004 24-25.)

Yrityksen sisäisen analyysin avulla pyritään selvittämään muun muassa yrityksen tuotteisiin, niiden hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön liittyvät tekijät, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestymiseen ja siten yrityksen arvoon. (Kallunki ym. 2004 25)

Ulkoisessa analyysissä huomioidaan kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen ja teknologian kehityksen vaikutuksia yrityksen menestymiseen ja arvoon. Ulkoisessa analyysissä lähitarkasteluun otetaan maailman- ja kansantaloudellinen tilanne, yrityksen toimialan muutokset ja kilpailun senhetkinen tilanne. (Kallunki ym. 2004 25-28.)

3.2 Tilinpäätöksen analyysi

Tilinpäätösanalyysillä on hyvin keskeinen rooli yrityksen taloudellisen tilan arvioinnissa ja siihen perustuvassa päätöksenteossa. Tilinpäätösanalyysin perusteella voidaan arvioida yrityksen kannattavuutta, rahoitusasemaa ja liiketoiminnan riskejä. Yrityksillä on kuitenkin mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätöksensä sisältöön erilaisilla harkinnanvaraisilla kirjauksilla. Täten on erittäin tärkeää, vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi, oikaista tilinpäätökset tarkasteluajanjaksolta. (Kallunki, Lantto & Sahlström 2008 11; Kallunki ym. 2004 30)

Tilinpäätösanalyysissä tarkastellaan yrityksen taloudellista tilannetta kannattavuuden, vakaavuuden, maksuvalmiuden ja tehokkuuden näkökulmista. Seuraavaksi kerrotaan kustakin näkökulmasta tarkemmin.

3.2.1 Kannattavuus

Yrityksen kannattavuudella tarkoitetaan tilikaudelle kohdistettujen tulojen ja menojen erotusta. Tuloslaskelmassa kannattavuutta kuvaa liikevoitto ja tilikauden voitto. Kannattavuutta arvioitaessa tulee tarkastella yrityksen historiaa, näin voidaan päätellä onko tarkasteluajankohdan kannattavuus yrityksen historiasta poikkeavaa. (Kallunki ym. 2008 12)

Yrityksen kannattavuuden arvioimiseksi oleellinen kysymys on, onko syntynyt tulos tai voitto ollut riittävän suuri ottaen huomioon toimintaan sidotut resurssit. Tämän toteamiseksi tulosluvut on suhteutettava niihin pääomiin, joiden avulla tulos on saatu. Jotta kannattavuudesta saataisiin luotettava kuva, on näitä tuottoasteita verrattava niihin asetettuihin pääoman tuotto-odotuksiin. (Kinnunen ym. 2006 46-49.)

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti kuvaa yrityksen säännöllisen liiketoiminnan tuottoa suhteessa tuottoa vaativaan pääomaan. Tuottoa vaativaa pääomaa ovat oma pääoma ja korollinen vieras pääoma. Sijoitetun pääoman tuotto prosentti lasketaan seuraavalla sivulla esitetyn kaavan mukaisesti (Kaava 1). (Kallunki ym. 2002 74-75.)

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto -\%} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot}}{\text{Sijoitettu pääöma}} \times 100 \%$$

Kaava 1. Sijoitetun pääoman tuottoprosentti (Kallunki ym. 2002 75)

Yrityksen kannattavuutta mitataan usein myös pelkästään oman pääoman sijoittajan näkökulmasta. Tällöin yrityksen tilikauden tuotto suhteutetaan oman pääoman määrään. Oman pääoman tuottoprosentti voidaan laskea alla olevan kaavan mukaisesti (Kaava 2). (Kallunki ym. 2002 77)

$$\text{Oman pääoman tuotto -\%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oikaistu oma pääöma}} \times 100 \%$$

Kaava 2. Oman pääoman tuottoprosentti (Kallunki ym. 2002 77)

3.2.2 Vakavaraisuus

Vakavaraisella yrityksellä tarkoitetaan yrityksen kykyä suoriutua maksusitoumuksistaan pitkällä aikavälillä. Vakavaraisuuden ehtona pidetään taseen varojen riittävyyttä huonojen aikojen sietämiseksi, eli vakavaraisuus on puskurina huonoille ajoille. Vakavaraisuuden mittareina käytetään tunnuslukuja, joilla mitataan rahoitusrakennetta. Rahoitusrakenteen arvioimiseksi suhteutetaan oma pääöma taseen loppusummaan ja vieras pääöma liikevaihtoon. Tällöin saadaan selville yrityksen omavaraisuusaste (Kaava 3) ja suhteellinen velkaantuneisuus (Kaava 4 s.14). (Kallunki ym. 2008; Kinnunen ym. 2006 53)

$$\text{Omavaraisuusaste (\%)} = \frac{\text{Oikaistu oma pääöma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma} - \text{Saadut ennakot}} \times 100 \%$$

Kaava 3. Omavaraisuusaste (Kallunki ym. 2008 147)

Omavaraisuusaste kertoo kuinka monta prosenttia yrityksen taseesta on rahoitettu omalla pääömalla. Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvojen mukaan yli 40 % omavaraisuusaste on hyvä, 20-40 % aste on tyydyttävä ja alle 20 % aste heikko. (Kallunki ym. 2008 147)

$$\text{Velkaantuneisuus (\%)} = \frac{\text{Oikaistun taseen velat - Ennakkomaksut}}{\text{Liikevaihto}} \times 100 \%$$

Kaava 4. Suhteellinen velkaantuneisuus (Kallunki ym. 2008 151)

Suhteellinen velkaantuneisuus kertoo kuinka paljon yrityksellä on vierasta pääomaa suhteessa liiketoiminnan volyyymiin. Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvojen mukaan alle 40 % velkaantuneisuus on hyvä, 40-80 % velkaantuneisuus on tyydyttävä ja yli 80 % velkaantuneisuus on heikko. (Kallunki ym. 2008 151)

3.2.3 Maksuvalmius

Maksuvalmiilla yrityksellä on joka hetki riittävästi rahaa hoitaa erääntyvät laskunsa ja muut jokapäiväisen toiminnan vaatimat maksut. Maksuvalmiuden ollessa riittävällä tasolla yrityksellä on aina tarpeeksi varoja kassassa tai muuta tarvittaessa nopeasti rahaksi muutettavaa omaisuutta. Yrityksen ei tällöin tarvitse turvautua kalliiseen lyhytaikaiseen lisärahoitukseen. Maksujen erääntymisestä aiheutuneet viivästyskorot ovat merkkejä riittämättömästä maksuvalmiudesta. Toisaalta korkea maksuvalmius saattaa sitoa yrityksen omaisuutta huonosti tuotavaan käteiskassaan. (Kinnunen ym. 2006 56-57; Kallunki ym. 2008 153-154.)

Maksuvalmiutta kuvaavia tunnuslukuja ovat nettokäyttöpääoma, quick ratio ja current ratio. Nettokäyttöpääoma kuvaa, kuinka suuri osa yrityksen vaihto- ja rahoitusomaisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla ja pitkäaikaisella vieraalla pääomalla. Nettokäyttöpääoma lasketaan alla olevan kaavan mukaisesti (Kaava 5). Quick ratio ja current ratio kuvaavat sitä kuinka suuren osan lyhytaikaisista velkasitoumuksistaan yritys kykenisi maksamaan, jos sen toiminta yllättäen loppuisi. Quick ration mukaan vain yrityksen rahoitusomaisuudella olisi arvoa yritysmyyntitilanteessa, kun current ratio ottaa puolestaan huomioon myös vaihto-omaisuuden arvon. Quick ration ja current ratio lasketaan seuraavalla sivulla olevien kaavojen mukaisesti (Kaava 6 ja Kaava 7). (Kallunki ym. 2002 84-87.)

$$\text{Nettokäyttöpääoma (\%)} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat - Lyhytaikainen vieras pääoma}}{\text{Liikevaihto}} \times 100 \%$$

Kaava 5. Nettokäyttöpääoma (Kallunki ym. 2002 85)

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat} - \text{Vaihto-omaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{Saadut ennakot}}$$

Kaava 6. Quick ratio (Kallunki ym. 2002 86)

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Kaava 7. Current ratio (Kallunki ym. 2002 87)

3.2.4 Tehokkuus

Tehokkuutta kuvataan erilaisilla kiertoaika- eli tehokkuusluvuilla. Tehokkuutta mitataan myyntisaamisten kieroajalla, ostovelkojen kiertoaajalla ja vaihto-omaisuuden kiertoaajalla. Mitä nopeammin yritys saa kerättyä esimerkiksi asiakkailtaan myyntisaamiset kassaan, sitä parempi on tulorahoituksen riittävyys. Tulorahoitukseen vaikuttavat myös raaka-aineiden ja muiden tuotantotekijöiden ostamisesta aiheutuneiden menojen kiertoaajat. Kiertoluvuilla mitataan, missä ajassa tulot ja menot kertyvät, ja ne antavat siten tietoa tulorahoituksen riittävyyden ja maksuvalmiuden taustoista. (Kallunki ym. 2002 89)

Tehokkuutta voidaan mitata myyntisaamisten kiertoaajalla, eli kuinka monen vuorokauden kuluessa myyntitulot päätyvät kassaan (Kaava 8). (Kallunki ym. 2002 89)

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

Kaava 8. Myyntisaamisten kiertoaika (Kallunki ym. 2002 89)

Yritykset myöntävät monesti maksuaikaa asiakkailleen. Näin ollen voivat myös tavarantoimitajat myöntää maksuaikaa jälleenmyyjille. Tätä yritysten välistä maksuaikaa voidaan mitata laskemalla ostovelkojen kiertoaika (Kaava 9). Se kertoo kuinka monta vuorokautta kestää keskimäärin, ennen kun yritys maksaa ostolaskunsa. (Kallunki ym. 2002 89)

$$\text{Ostovelkojen kiertoaika} = \frac{\text{Ostovelat + Sisäiset myyntisaamiset}}{\text{Ostot + Ulkopuoliset palvelut}} \times 365$$

Kaava 9. Ostovelkojen kiertoaika (Kallunki ym. 2002 89)

Kolmas tehokkuuden mittari on vaihto-omaisuuden kiertoaika (Kaava 10). Se mittaa, kuinka tehokkaasti yrityksen varastohallinto toimii. Luku on suhteutettu liikevaihtoon ja mitä alhaisempi luku on sitä nopeammin tuotteet päätyvät asiakkaalle. Varastohallinnon tehokkuuden ohjearvoissa on toimialakohtaisia eroja. Niitä tulisikin aina verrata saman toimialan yrityksiin. (Kallunki ym. 2002 90)

$$\text{Vaihto-omaisuuden kiertoaika} = \frac{\text{Vaihto-omaisuus ilman ennakoita + Osatuloutusten saamiset}}{\text{Liikevaihto}} \times 100 \%$$

Kaava 10. Vaihto-omaisuuden kiertoaika (Kallunki ym. 2002 90)

3.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen on arvonmäärityksen keskeinen lähtökohta. Taloudelliseen menestymiseen vaikuttaa monet seikat yrityksen sisällä, esimerkiksi henkilöstön ammattitaito ja sitoutuneisuus. Taloudellisen menestymisen ennakoinnissa tulee tarkkailla myös yrityksen kannattavuuden, rahoituksen tarpeen ja investointien kehitystä. Tarkkailussa olisi syytä tutkia myös toimialan markkinanäkymiä ja tuloksen saavuttamiseen liittyviä riskejä. (Asiakastieto 2005; Blomquist ym. 1997; Kallunki ym. 2004 31)

Yrityksen arvonmäärityksen yhdeksi näkökulmaksi on siis tärkeää ottaa huomioon tulevat tuotot. Nämä tulevaisuuden tuottoarviot pohjautuvat pääsääntöisesti yrityksen omiin arvioihin ja ennusteisiin esimerkiksi tulevasta myynnistä, tuloskehityksestä tai rahoituksellisesta tilanteesta. Arvonmääritys joudutaan monesti kuitenkin tekemään yrityksen ulkopuolisen tiedon varassa, tällöin analyysiä vaikeuttaa tulevaisuuden kuvaamisen arvionvaraisuus. Tietoa yrityksen ulkopuolelta saa tilinpäätöksistä, vuosikertomuksen muusta informaatiosta, julkaistuista toimiala-analyyseistä, kansantalouden tilaa koskevista ennusteista ja muista mahdollisista lähteistä. (Kallunki ym. 2004 31)

4 Pääoman tuottovaatimus

Tulevaisuuden tuottojen arvioinnin päätekijänä on pääoman tuottovaatimuksen selvittäminen. Yrityksen liiketoimintaan hankittu omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla. Koko pääoman tuottovaatimus saadaan laskemalla oman ja vieraan pääoman painotettu keskiarvo. Pääomien tuottovaatimusten tunteminen on keskeinen tekijä yrityksen arvonnäilysmalleissa. Verrattain pienetkin virheet tuottovaatimuksen laskemisessa voivat vaikuttaa arvonnäilysmallien antamaan kuvaan yrityksen arvosta. (Kallunki ym. 2004 127) Seuraavaksi on kerrottu kuinka vieraan pääoman, oman pääoman ja koko pääoman tuottovaatimukset lasketaan.

4.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Yrityksen vieraan pääoman rahoitus tapahtuu yleensä joko rahoituslaitokselta saadulla lainalla tai pitkäaikaisena joukkolainana. Pankkilaina voi olla joko lyhyt- tai pitkäaikaista. Vieraan pääoman tuottovaatimus, eli kustannus on huomattavasti yksinkertaisempi laskea kuin oman pääoman tuottovaatimus, sillä se on välittömästi havaittavissa ja yritykselle konkreettinen kassasta tehtävä maksu. Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat luotoille. Vieraan pääoman tuottovaatimus lasketaan joko olemassa olevan vieraan pääoman keskikorkona tai uusien lainojen keskikorkona. (Kallunki ym. 2004 130)

4.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen laskeminen on huomattavasti monimutkaisempaa kuin vieraan pääoman tuottovaatimuksen laskeminen. Esimerkiksi omalle pääomalle maksettu osinkovirta on vain osa sijoittajan vaatimasta tuotosta. Oman pääoman tuottovaatimus on osakkeenomistajien vaatima tuotto sijoittamalleen pääomalle. Sijoittajien tuottovaatimus kasvaa yrityksen riskin kasvaessa, eli mitä suurempi riski on, sitä suurempi on sijoittajien tuottovaatimus. (Kallunki ym. 2004 133; Balance Consulting 2009) Riskin merkityksestä listaamattoman yrityksen oman pääoman tuottovaatimukseen on kerrottu tarkemmin seuraavalla sivulla.

Rahoitusteoriassa yleisesti käytetyn CAP-mallin (Capital Asset Pricing -malli) mukaan oman pääoman tuottovaatimus voidaan laskea seuraavalla sivulla olevan kaavan mukaisesti (Kaava 11)

$$r_i = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

r_i = yrityksen oman pääoman tuottovaatimus

r_f = riskitön tuotto

β = yrityksen beeta, eli riskikerroin

r_m = pitkän aikavälin keskimääräinen tuotto osakemarkkinoilla

Kaava 11. Capital Asset Pricing -malli (Balance Consulting 2009.)

Mallin mukaan sijoittajan tuottovaatimus kasvaa samassa suhteessa osakkeen riskin kasvaessa. Beeta-kerroin kuvaa osakkeen riskisyyttä suhteessa muuhun osakemarkkinaan. Jos yrityksen katsotaan olevan riskisyydeltään samalla tasolla kun osakemarkkinat keskimäärin, β on 1. Osakemarkkinoiden pitkänaikavälin keskimääräinen tuotto, eli markkinapremio tai riskipremio, on lisätuotto, jonka osakemarkkinat keskimäärin tuottavat riskittömään korkoon verrattuna. Sitä voidaan ajatella myös lisätuottona, jonka sijoittajat vaativat sijoittaakseen rahansa osakemarkkinoille valtion obligaatioiden sijaan. β on 2, jos yritystä pidetään kaksi kertaa riskisempänä kuin osakemarkkinat ovat keskimäärin. Riskittömänä tuottona r_f pidetään valtion keskipitkien (noin viiden vuoden) tai pitkien (vähintään 10 vuoden) viitelainojen jälkimarkkinakorkoa. Suomen Pankin ylläpitämän tilaston mukaan 10 vuoden valtion obligaatien tuotto oli vuonna 2010 3,00 %. (Balance Consulting 2009; Suomen Pankki 2011.)

Pörssiyhtiöiden kohdalla beeta kertoimet määritellään yleensä sen mukaan, kuinka niiden lyhyen aikavälin osaketuotot heilahtelevat suhteessa markkinaindeksin heilahteluun. Koska listaamattomien yritysten osakkeita ei noteerata osakemarkkinoilla, arvonmäärityksessä vaadittavat beeta-kertoimet pitää määrittää tilinpäätösperusteisesti yrityksestä laskettujen tunnuslukujen avulla. (Balance Consulting 2009.)

Riski

Jotta voidaan laskea listaamattoman yrityksen beeta, tulee ensiksi arvioida yrityksen toimintaan liittyvät riskit. Yrityksen riskisyyttä kuvaa liikeriski, operatiivinen velkaantuminen ja rahoituksellinen velkaantuminen. Nämä riskit ovat laskettavissa yrityksen tilinpäätöksestä. Liikeriskin, operatiivisen velkaantumisen ja rahoituksellisen velkaantumisen laskukaavat ovat esiteltyinä seuraavaksi.

Liikeriski

Korkealla liikeriskillä tarkoitetaan tilannetta, jolloin yrityksen operatiivinen tulos on vaikeasti ennakoitavissa suurten heilahteluiden vuoksi. Heilahtelut voivat johtua esimerkiksi markkinoiden kysynnän vaihtelusta. Liikeriski on luonteeltaan toimialakohtaista. Parhaiten liikeriskiä kuvaa variaatiokerroin, joka lasketaan alla olevan kaavan mukaisesti (Kaava 12). (Balance Consulting 2009; Kallunki ym. 2004 159)

$$\text{Liikeriski} = \text{liikevoiton variaatiokerroin} = \frac{\text{liikevoiton keskihajonta}}{\text{liikevoiton keskiarvo}}$$

Kaava 12. Liikeriski (Kallunki ym. 2004 159)

Rahoituksellinen velkaantuneisuus

Yrityksen rahoituksellinen velkaantuneisuus tarkoittaa yrityksen velkojen määrää suhteessa yrityksen omaan pääomaan. Mitä suurempi osa yrityksen pääomarakenteesta on velkaa, sitä suuremmat ovat siihen liittyvät kiinteät velanhoitokulut ja sitä todennäköisemmin yrityksen nettotulokset vaihtelevat. Velkataakan kasvaessa riski ajautua konkurssiin kasvaa, jolloin sijoittajat vaativat korkeampaa tuottoa pääomalle. Rahoituksellista velkaantuneisuutta arvioidaan omavaraisuusasteen ja suhteellisen velkaantuneisuusasteen avulla. (Balance Consulting 2009; Kallunki ym. 2004 159)

Omavaraisuusasteesta on kerrottu aikaisemmin luvussa 3.2.2, kun käsiteltiin yrityksen vakavaraisuutta. Nettovelkaantuneisuus lasketaan alla olevan kaavan mukaisesti (Kaava 13).

$$\text{Nettovelkaantuminen} = \frac{\text{Nettovelat}}{\text{Oikaistu oma pääoma}}$$

Kaava 13. Nettovelkaantuminen (Kallunki ym. 2004 167)

Operatiivinen velkaantuneisuus

Operatiivinen velkaantuneisuus kuvaa kiinteiden kulujen suhdetta tuotannon kuluista. Mitä suurempi osuus yrityksen kuluista on kiinteitä, sitä voimakkaammin yrityksen tulos reagoi liikevaihdon muutoksiin. Tämä johtuu siitä, että kiinteitä kuluja ei monesti voida mukauttaa myynnin muutoksiin lyhyellä aikavälillä. Kiinteiden kustannusten vaikutus yrityksen kannattavuuteen on samanlainen kuin velan korkomaksujen vaikutus, ne rasittavat yrityksen tulosta

huonoina taloudellisina aikoina. Operatiivisen velkaantumisen mittaamisen suurin ongelma on se, että kiinteiden ja muuttuvien kustannusten luotettava selvittäminen on tilinpäätöstietojen perusteella vaikeaa. (Balance Consulting 2009; Kallunki ym. 2004 168-169.)

Operatiivinen velkaantuneisuus lasketaan suhteuttamalla yrityksen investoinnit liikevaihtoon (Kaava 14). Operatiivinen velkaantuneisuus on hyvin toimialasidonnainen, sillä saman toimialan yrityksillä on usein samanlainen kiinteiden ja muuttuvien kustannusten suhde liiketoiminnan luonteen vuoksi. Yrityksen operatiivisen velkaantuneisuuden kasvaessa myös tuottovaatimus nousee. Täten liikeriskin ja rahoituksellisen velkaantumisen ohella operatiivisella velkaantuneisuudella on suora yhteys oman pääoman tuottovaatimukseen. (Kallunki ym. 2004 169-171.)

$$\text{Operatiivinen velkaantuminen} = \frac{\text{Bruttoinvestoinnit}}{\text{Liikevaihto}}$$

Kaava 14. Operatiivinen velkaantuminen (Kallunki ym. 2004 171)

Tuottovaatimuksen rakenne

Yrityksen riski, eli beeta voidaan siis määrittää tilinpäätösperusteisesti riskiä kuvaavien tunnuslukujen avulla, mutta nämä tunnusluvut ovat aluksi muutettava osittaisbeetoiksi. Osittaisbeetojen vaihteluväli on 0,50-2,20. Keskimääräisen yrityksen osittaisbeetat saavat noin 1,0 suuruisen arvon. Mitä vahvempi mitattava omaisuus on, sitä matalamman beetan yritys saa. Kokonaisbeeta saadaan eri osa-alueiden beetoista niiden painotettuna keskiarvona. Jos esimerkiksi laskennassa käytetään liikeriskiä ja rahoitusriskiä, tulee liikeriskin painokertoimeksi 50 % ja rahoitusriskin 50 %. Rahoitusriski jakaantuu puolestaan omavaraisuuteen 25 % ja nettovelkaantuneisuuteen 25 %. (Balance Consulting 2009.)

Pienten ja keskisuurten yritysten liiketoiminnan riskisyys on yleensä suuryrityksiä korkeampi suhdanneherkkyyden, markkina-aseman, tavaransaannin ja kilpailuun liittyvien tekijöiden vuoksi. Tuottovaatimukseen tulee tällöin lisätä niin sanottu epälikvidisyyspreemio, joka vaihtelee liikevaihtoperusteisesti 0,50-4,00 prosenttiyksikköä liikevaihdon alittaessa 100 miljoonan euron. Jos yrityksen henkilöstömäärä jää alle 20, preemio on aina vähintään 2,5 % korkean henkilöriippuvuuden vuoksi. (Balance Consulting 2009.)

4.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Koko pääoman tuottovaatimuksen määrittämisen lähtökohtana ovat oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset. Oman ja vieraan pääoman sijoittajat asettavat sijoituksilleen erilaiset tuottovaatimukset erilaisten riskien vuoksi, siksi koko pääoman tuottovaatimus lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona. Painokertoimina käytetään oman ja vieraan pääoman osuuksia yrityksen kokonaispääomasta. (Kallunki ym. 2004 175)

Yleisten rahoitusoppien mukaan pääomalajien painokertoimet tulisi laskea käyttäen niiden markkina-arvoja. Vieraan pääoman markkina-arvo saadaan yrityksen liikkeelle laskemista joukkolainoista suoraan niiden markkina-arvoina lisättynä pankkilainojen määränä, mutta tasearvojakin voi käyttää. Vieraan pääoman markkina-arvo harvoin poikkeaa merkittävästi tasearvosta. Pörssinoteeratun yrityksen oman pääoman markkina-arvo saadaan suoraan osakkeen kurssinoteerauksen perusteella, mutta noteeraamattoman yrityksen oma pääoman markkina-arvoa ei tietenkään voi suoraan havaita markkinoilta. (Kallunki ym. 2004 171; Knüpfer ym. 2004 158)

Koko yrityksen koko pääoman tuottovaatimus, WACC (Weighted Average Cost of Capital) lasketaan niin, että kunkin pääomaerän kustannus kerrotaan pääoman suhteellisella osuudella koko pääomasta. Knüpfer ym. (2004, 158) mukaan WACC lasketaan seuraavan kaavan mukaisesti (Kaava 15).

| | | | | |
|-------|---|---|---|--|
| WACC | = | r_a | = | $\frac{D}{V} \times r_D \times (1-T_c) + \frac{E}{V} \times r_E$ |
| r_a | = | Pääoman keskimääräinen painotettu kustannus | | |
| r_E | = | Oman pääoman kustannus | | |
| r_D | = | Vieraan pääoman kustannus | | |
| E | = | Oman pääoman arvo euroissa | | |
| D | = | Vieraan pääoman määrä euroissa | | |
| V | = | Koko yrityksen arvo (E+D) | | |
| T_c | = | Yritysveroprosentti | | |

Kaava 15. Koko pääoman tuottovaatimus (Knüpfer ym. 2004 158)

5 Yleisimmät arvonmääritysmallit

Yrityksen arvon määrittelemiseksi on kehitetty useita eri arvonmääritysmalleja. Vaikka yhdelläkään yksittäisellä mallilla ei saavuteta täysin tarkkaa, yksiselitteistä arvoa, arvonmääritysmallien ymmärtäminen yrityskauppatilanteessa on välttämätöntä niin ostajalle kuin myös myyjälle. (Blomquist ym. 1997 88)

Arvonmääritystilanteet ovat usein sellaisia, joissa osakkeelle ei ole markkinahintaa, eikä yritystä ole tarkoitus tarjota julkisesti myytäväksi. Tällöin markkinahinta korvataan laskennallisella hinnalla, joka kuvaa yrityksen arvoa. Näin pyritään selvittämään se rahamäärä, jonka ostajan on järkevä maksaa yrityksestä. Tavallisimmat markkinahinnan korvaavat laskennalliset arvot ovat substanssiarvo ja tuottoarvo. (Leppilampi 1999 14-15.)

Tuottoarvopohjaisia arvonmääritysmalleja ovat osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Ne perustuvat osakkeenomistajan saamien kassavirtojen, tuottojen nykyarvon laskemiseen. Arvonmääritysmalleissa huomioidaan siten rahan aika-arvo. Kassavirtojen tai tuoton ennustaminen on yksi keskeisimmistä ongelmista arvonmääritysmallien soveluksessa. Yrityksen substanssiarvoa käytetään yleensä niin sanottuna vähimmäisarvona. (Arvopaperisijoittaminen 2002; Suomen Yrityskaupat 2010.) Seuraavaksi on kerrottu kustakin arvonmääritysmallista yksityiskohtaisemmin.

5.1 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvolla tarkoitetaan sitä rahamäärää, joka saataisiin, jos yritys myisi kaiken varallisuutensa yksittäisinä hyödykkeinä ja lopettaisi toimintansa. Toisin kuin tuottoarvo, joka perustuu ennusteisiin, substanssiarvo perustuu kokonaisuudessaan historiallisiin tietoihin. Se lasketaan usein myös tietynlaiseksi vertailuarvoksi tai vähimmäisarvoksi. Ajatus yrityksen substanssiarvosta vähimmäisarvona perustuu olettamukseen, että jos yrityksen tuottoarvo on substanssiarvoa pienempi, yrityksen toimintaa ei kannata jatkaa. (Blomquist ym. 1997 101; Leppilampi 1999 15)

Substanssiarvo voidaan laskea joko taseeseen perustuen tai markkinahintaan perustuen. Tasesubstanssilla tarkoitetaan substanssiarvoa, joka on laskettu suoraan tase-eristä käyttäen tase-erien kirjanpidollisia arvoja. Yrityksen todellisen substanssiarvon määrittelemiseksi varallisuus tulisi kuitenkin arvostaa käypään arvoonsa. Toisin sanoen kukin varat tulee muuttaa hintaan, joka saataisiin jos se myytäisiin vapailla markkinoilla. (Pasonen ym. 2000 61; Leppilampi 1999 52)

Markkinahintaisen substanssiarvon määrittelyminen vaatii työtä ja asiantuntemusta. Periaatteena on etsiä jokaiselle tase-erälle markkinahinta ja poistaa niihin liittyvät piilevät riskit. Kiinteälle omaisuudelle pyritään löytämään vertailukelpoinen hinta, koneille ja laitteille määritellä jälleenmyyntihinnat. Vaihto-omaisuus arvostetaan yleensä hankinta- tai markkinahintaan siten, että näistä valitaan pienempi. Myynti- ja muiden saamisten markkinahinta pyritään arvioimaan sen perusteella, millä todennäköisyydellä ne maksetaan eräpäivään mennessä. Joskus saataviin voi liittyä riskejä, tällöin ne tulisi määritellä nimellisarvo matalammaksi. Pankkitalletukset arvostetaan yleensä nimellisarvoonsa, mutta muiden lyhyt- ja pitkäaikaisten sijoitusten kohdalla joudutaan huomioimaan riski, jolloin arvo saattaa jäädä alle nimellisarvon. Myös taseen ulkopuoliset vastuut pyritään mitoittamaan ja muuttamaan määrähintaisiksi. Tällöin ne vaikuttavat osaltaan markkinahintaiseen substanssiarvoon. (Pasonen ym. 2000 61-62.)

Substanssiarvon selvittämisen yleisin tavoite on antaa realistinen arvo yrityksen varoille ja veloille olettaen, että toiminta jatkuu. Mutta muita tavoitteita ovat tuottavuusennusteiden kohtuullisuuden arvioiminen, verovaikutusten analysointi yrityskauppatilanteessa ja satunnaisten tai liiketoiminnan ulkopuolisten erien arviointi. (Blomquist ym. 1997 102)

5.2 Osinkoperusteinen malli

Tuottoarvopohjaisista arvonmäärittämissä yleisin on osinkoperusteinen malli. Yrityksen osakkeenomistajat saavat vuosittain osinkoja korvaukseksi sijoittamastaan pääomasta. Tämän osinkovirran selvittäminen on oman pääoman arvonmäärittämissä perusta. (Kallunki ym. 2004 102)

Osinkoon perustuvassa mallissa oletetaan, että osakkeen arvo on sille tulevaisuudessa maksettavien osinkojen nykyarvo. Tähän lähestymistapaan perustuva malli tunnetaan niin sanottuna Gordonin mallina. Siinä oletetaan, että yrityksellä on tietty osingonjakopolitiikka, joka päätellään aikaisemmista osingonjaoista. Mallin avulla selvitetään osinkojen tuleva kasvu. Jaetun osingon ja sen odotetun kasvun avulla lasketaan nykyarvo tulevista osingoista. Tuottovaatimus päätellään osakkeesta maksetun kurssin ja osakkeesta saatujen osinkojen perusteella. Osakkeen arvo on siten osinkojen nykyarvo. (Leppilampi 1999 26)

Osinkoperusteisen arvonmäärittämissä mukaan osakkeen arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Osinkoperusteinen malli lasketaan seuraavalla sivulla olevan kaavan mukaan (Kaava 16).

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \dots$$

P_0 = osakkeen arvo
 D = osinkojen nykyarvo
 r = korkokanta

Kaava 16. Osinkoperusteinen malli (Kallunki J-P., ym. 2004 103)

Osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta, sillä oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa. Tulevien vuosien osinkojen nykyhetkeen diskonttaamisessa käytetty korkokanta on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. (Kallunki ym. 2004 103)

Osinkoperusteisen arvonmäärittämissä ongelma on käytännössä se, että yritykset jakavat tuloksestaan vain osan osinkoina, ja osingonjakosuhteet vaihtelee hyvin paljon yritysten välillä, samoin kuin vuositasolla. (Kallunki ym. 2004 104)

5.3 Vapaan kassavirran malli

Tuottoarvopohjaisista arvonmäärittämissä toinen on kassavirran malli, jota pidetäänkin usein liiketaloudellisten periaatteiden ja laskentatoimen teorian, kannalta parhaana tapana määrittää yrityksen arvo. Kassavirtaperusteisessä mallissa tarkastelun pääpaino on tilikauden aikana kassaan ja kassasta maksettujen erien tarkkailussa. Mallissa on siten huomioitu tilikauden aikana tehtyjen tulojen ja menojen jaksottamisen vaikutukset tilinpäätökseen. Kassavirtaperusteisen arvonmäärittämissä avulla voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun tai laskun taustatekijöitä ja tulevan kehityksen edellytyksiä. (Leppiniemi 1999 27 & Kallunki ym. 2004 107-108.)

Kassavirtamalleista käytetyin on vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF). Vapaan kassavirran mallissa lasketaan tulevien kassavirtojen nykyarvo. Yrityksen arvo on tulo-odotusten nykyarvo. Vapaata kassavirtaa määriteltäessä verot lasketaan siten kuin yrityksellä ei olisi korkomaksuja. Näin korkomaksujen verovähennysoikeus ei pienennä verojen määrää. (Leppiniemi 1999 27; Kallunki ym. 2004 102-108). Vapaan kassavirran laskelma löytyy seuraavalla sivulla olevasta kuviosta (Kuvio 1).

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

Kuvio 1. Vapaan kassavirran laskelma (Kallunki ym. 2004 111)

Vapaan kassavirran laskenta perustuu tulevien kassavirtojen arviointiin. Lähivuosien osalta kassavirtojen arviointi perustuu budjettiin, myöhempien vuosien osalta oletukseen tulevista kassavirroista. Monesti ostajan ja myyjän käsitykset tulevista kassavirroista ovat erilaiset. Laskettaessa yrityksen arvoa vapaan kassavirran mallilla tulee arvioida myös korkokanta, jonka avulla malli lasketaan. Korkokantana tulee käyttää markkina-arvoilla painotettua vieraan ja oman pääoman kustannusten keskiarvoa. (Leppilampi 1999 28-29.) Vapaan kassavirran laskentamalli löytyy alla olevasta kaavasta (Kaava 17).

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_e} + \frac{FCF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

P_0 = osakkeen arvo
 FCF = vapaa kassavirta
 r = pääoman keskimääräinen kustannus

Kaava 17. Vapaan kassavirran malli (Kallunki ym. 2004 109)

Vapaan kassavirtamallin avulla nähdään kuinka paljon yrityksen tuottamasta rahavirrasta jää sellaista rahaa, joka voitaisiin jakaa oman ja vieraan pääoman sijoittajille kaikkien liiketoimintaan ja investointeihin liittyvien kassastamaksujen vähentämisen jälkeen. (Knüpfer ym. 2004 210)

5.4 Lisäarvomalli

Kolmas tuottoarvopohjainen arvonmäärittämissmalli on lisäarvomalli. Lisäarvomallissa perustana ovat arviot yrityksen tulevasta voitoista. Arviot tulevasta voitoista voi perustua yrityksen omiin arvioihin tai ulkopuolisen analytiikon ennusteisiin. Tässä suhteessa lisäarvomallin tärkeä etu on se, että mallissa käytetään tulosennusteita ennustettujen osinkojen tai kassavirtojen sijasta. (Kallunki ym. 2004 120)

Lisäarvomalli (Kaava 18) on tilinpäätösperusteinen, jonka mukaan osakkeen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tulevasta lisävoitosta. Malli on lähtökohtaisesti osinkopohjainen, jota on muokattu siten, että osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen voittoja. Tulevien voittojen ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin, sillä suuri osa osakkeen arvosta tulee tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta. (Kallunki ym. 2004 119-120.)

| |
|---|
| $P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \frac{ae_4}{(1+r)^4} + \dots$ |
| <p> P_0 = osakkeen arvo BV_0 = oma pääoma ae = lisävoitto r = oman pääoman tuottovaatimus </p> |

Kaava 18. Lisäarvomalli (Kallunki ym. 2004 119)

Lisäarvomallissa diskontataan nettotuloksen ja vaaditun tuloksen erotusta vuosittaisen bruttovirran (osinko, kassavirta tms.) sijasta, se merkitsee käytännössä huomattavaa vakautta myös käytetyille kasvunopeuksille. Vapaan kassavirran malli on puolestaan hyvin herkkä pääomarakenteisille muutoksille, mitä ongelmaa ei esiinny lisäarvomallissa. (Kallunki ym. 2004 120)

Lisävoitto mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Jos voitto positiivinen, yritys pystyy toiminnallaan tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle. Kun taas negatiivinen lisävoitto merkitsee, sitä että yritys ei pysty tuottamaan taloudellista lisäarvoa, vaan yrityksen liiketoiminta vähentää omistajan varallisuutta. (Kallunki ym. 2004 119)

6 Case Yritys Oy

Case Yritys Oy on Oulussa vuonna 1986 perustettu askartelun ja pienoismallien erikoisliike. Yritys aloitti toimintansa toiminimellä, josta se laajentui kommandiittiyhtiöksi ja edelleen osakeyhtiöksi. Yritys muutti Oulusta Helsinkiin vuonna 1996. Yritys toimii nykyään Helsingin keskustassa lähes 1 000 m² tiloissa. Yrityksellä on maahantuontia etenkin Saksasta, mutta myös Kiinasta, Englannista, Virosta, Italiasta ja Espanjasta. Sen tuotevalikoimaan kuuluu kymmeniä tuhansia artikkeleita eri puolilta maailmaa. Kilpailijoihinsa verrattuna yrityksen suurin etu onkin sen laaja tuotevalikoima.

6.1 Strateginen analyysi

Seuraavaksi kerrotaan tarkemmin yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttaneista taustatekijöistä. Tarkoituksena on määrittää mitkä tekijät vaikuttavat voittoihin ja kassavirtoihin. Strategisessa analyysissä tarkastellaan yrityksen menestymiseen vaikuttaneita sisäisiä ja ulkoisia tekijöitä.

6.1.1 Sisäinen analyysi

Sisäisen analyysin tarkoitus on selvittää yrityksen menestymiseen vaikuttavia sisäisiä tekijöitä. Analyysissä selvitetään millä perusteilla tuotteita hankitaan, minkälaiselle asiakkaalle ne hankitaan, miten ne hankitaan ja kuinka ne hinnoitellaan. Sisäisessä analyysissä tarkastellaan myös yrityksen myynti ja markkinointistrategiaa, investointeja ja niiden kannattavuutta, sekä yleistä rahoituksellista tilannetta. Lisäksi tarkastelussa on myös yrityksen osaamisen ja henkilöstön kartoitus. Sisäisen analyysi on laadittu omistajapariskunnan haastattelun pohjalta.

Tuotteet

Case-yrityksen tuotevalikoima on Suomen, ellei jopa pohjoismaiden laajin. Askarteluosaston valikoimiin kuuluu muun muassa: askartelumaalit, taidetarvikkeet, korutarvikkeet, mosaiikit, kankaanpainantatuotteet, paperit ja kartongit, nukke- ja nalletarvikkeet, huovutusvillat ja ompelutarvikkeet. Pienoismalliosaston valikoimiin kuuluu puolestaan muun muassa: muoviset, puiset ja metalliset rakennussarjat, radio-ohjattavat autot, lentokoneet ja helikopterit ja erilaiset puu-, metalli- ja muovimateriaalit sekä pienoisrautatiet, leijat ja pientyökälyt. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Tuotteet eroavat kilpailijoiden tuotteista monipuolisuudellaan, jota yrityksen johto on monen vuoden ammattitaidolla muokannut. Lähtökohta tuotevalikoiman ylläpitämisessä on aina asiakkaan tarpeessa. Lisäksi tuotteiden saatavuus on tärkeä kriteeri uusien tuotteiden hankin-

nassa ja vanhojen tuotteiden ylläpitämisessä. Tavarantoimittajien tulee toimittaa luotettavasti ajallaan, sillä asiakkaiden tarpeet saattavat olla yllättäviä. Yrityksen hyvä sijainti, maine ja pitkä toimintahistoria edesauttavat uusien tavarantoimittajien hankinnassa. Lisäksi yrityksellä on kilpailijoihinsa nähden huomattavasti laajempi valikoima kotimaisia tavarantoimittajia. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Vaikka alalla on paljon erilaisia sesonkituotteita ja trendituotteita, yritys ei elä sesonkituotteilla. Monesti ajatellaan, että ihmiset askartelevat vain jouluna tai vain kesällä ajetaan radio-ohjattavilla. Toki sesonkeja on ja niihin yritys varautuu ja panostaa parhaansa mukaan, mutta sesonki ei muuta kokonaisuutta. Sesonkituotteet, kuten pääsiäistäiput tai joulutarrat ovat esillä ympäri vuoden. Ei parhaalla paikalla, mutta asiakkaan ostettavissa. Yritys myy materiaaleja, eikä aina voida ennustaa mihin asiakas tarvitsee mitään. Laajalla valikoimalla saadaan laaja asiakaskanta, mutta yrityksen johdon perusperiaatteisiin kuuluu myös, jotta yritys voi myydä esimerkiksi pienoisorjan aloituspakettia, tulee hyllystä löytyä myös tuotteeseen liittyviä varaosia. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Hinnoittelu

Varmasti jokaisella yrityksellä on hinnoittelussa haasteita. Case-yrityksen hinnoitteluun vaikuttaa kilpailijat, yleinen hintataso ja kasvavassa määrässä internet. Case-yrityksen hinnoittelussa suuren ongelman aiheuttaa tiettyjen asiakasryhmien odottamat alennukset. Yritykseltä alennuksia odottavat kanta-asiakkaat, ammatikseen käsitöitä tekevät, opiskelijat, taiteilijat, media ja erilaiset laitokset, kuten koulut, sairaalat, yhdistykset ja päiväkerhot. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yritys on aina pyrkinyt hinnoittelemaan tuotteensa niin, että asiakas, joka tulee ovesta sisään ensimmäistä kertaa, saa ostaa samalla hinnalla, kuin asiakas, joka käy viikoittain. Hinta ei saisi lannistaa ketään käsillä tekemisestä. Yrityksen johto on huomannut lähivuosina alennusten pyytämässä myös muutoksia. Nykyään yritykseltä ei enää odoteta perinteistä kanta-asiakasjärjestelmää, vaan huomio on kiinnittynyt lähtöhintoihin ja määrälennuksiin. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Asiakkaat vertaavat aina hintoja kilpailijoihin. Vertailukohteita on toki samalta alalta, mutta myös muiltakin. Yrityksen hintoja verrataan monesti rautakauppoihin, taidetarvikeliikkeisiin ja tavarataloihin. Kuten varmasti joka alalla, myös internet aiheuttaa suuria hinnoittelupaineita. Nykyään kaikki on tilattavissa netistä. Joillakin tavarantoimittajilla on oma internetkauppa, jossa se myy samoja tuotteita kuin yrityksessä. Erityishaasteetta hinnoittelussa aiheuttaa eurooppalaiset tavarantoimittajat joiden sivuilta voi nähdä ovh-hinnastot, eli suositus hinnat vähittäismyyntiin. Tällöin hinta ei voi olla myymälässä juurikaan korkeampi. Hintoja ei

kuitenkaan pyritä pitämään samoina kun kilpailijalla, eikä hintaseurantaan yrityksessä juuri-kaan voida suunnata voimavaroja. Asiakkaan koetaankin aina ”äänestävänsä jaloillaan”. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Asiakkaat

Yrityksellä ei ole tyypillistä asiakasta. Ei voida sanoa, että hän on tietyn ikäinen tai erityisesti koulutettu tai tiettyä sukupuolta. Kaikkia asiakkaita kuitenkin yhdistää luovuus ja innostuneisuus. Heillä on niin sanotut askartelun perustaidot hallussa ja asuvat useimmiten pääkaupunkiseudulta, mutta paljon asiakkaita tulee myös ympäri Suomea. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yrityksen ihanneasiakkaana omistajat pitävät aktiiviharrastajaa tai alan ammattilaista. He vievät työllään ja ammattitaidollaan alaa eteenpäin. Kertovat ideoitaan tuotteista eteenpäin ja antavat uusia vinkkejä yrityksen johdolle. Alan ammattilaisella on usein laaja käsitys koko alasta, kun puolestaan aktiiviharrastajilla suppea, mutta syvä näkemys omasta kiinnostuksen kohteesta. Pääpiirteinä kuitenkin jokaisella yrityksen ihanneasiakkaalla voidaan sanoa olevan, valmis idea ja itsenäinen tahto toteuttaa se. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Asiakkaat poikkeavat kilpailijoihin nähden heidän vaatimustasoltaan. Laajan valikoiman myötä tulevat suuret odotukset. Myyjien oletetaan tietävän kaikki kaikesta, kun useasti saattaa olla, että asiakas tuntee tuotteen mahdollisuudet paremmin kuin myyjä. Erikoiset toiveet ja kysymykset vaativat henkilöstöltä niin luovuutta kuin myös pitkäjänteisyyttä. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yritys sijaitsee Helsingin ydinkeskustassa, Kampin alueella. Kampista löytyy myös kaikki askarteluosaston kilpailijat. Myös pienoismalliosaston kilpailijat ovat melko lähellä. Yrityksen omistajat pitävät kuitenkin kilpailijoiden läheisyyttä positiivisena asiana. Liikkeiden keskittyminen yhdelle alueelle tuo asiakkaita suuremmissa mittakaavassa. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Tuotantoprosessi

Tuotantoprosessilla tarkoitetaan sitä prosessia, jonka yksittäinen tuote käy läpi ennen kuin se päätyy asiakkaan ostettavaksi. Yrityksen eri tuotteiden tuotantoprosessit poikkeavat valtavasti toisistaan. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yrityksellä on omaa maahantuontia ja tuotteet pyritään ostamaan suuremmissa erissä, jotta kappalehinta saadaan edullisemmaksi. Kaikkien tuotteiden osalta näin ei kuitenkaan kyetä

toimimaan. Kun verrataan yksittäisen radio-ohjattavan auton varaosan tilaamista ja korulukon tilaamista, ovat ketjut todella erilaiset. Varaosa on saapunut yritykselle maahantuojalta, joka on saanut tuotteet valmistajalta. Tuote on pussitettu valmiiksi ja paketissa on viivakoodi. Varaosalle löytyy monesti suositushinta, jota voidaan pitää suuntaa-antavana. Korulukko voidaan puolestaan tilata suoraan valmistajalta. Lukko pitää manuaalisesti tarkistaa, että se varmasti toimii. Se pitää pussittaa ja sille pitää laskea hinta, tehdä viivakoodi ja syöttää tietokantaan. Hinnan tulee kattaa pakkauskulut, hävikin ja kuljetukset. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Kaikki tuotteet eivät tietysti näin pitkän kaavan kautta päädy hyllylle, mutta varsinkin askarteluosastolla jossa tuotteet ovat pienikokoisia ja halpoja, prosessit voivat olla paljon aikaa ja taitoa vaativia. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Jakelutiet

Yrityksellä on maahantuontia etenkin Saksasta, mutta myös Kiinasta, Englannista, Virosta, Italiasta ja Espanjasta. Saksa on yksi tärkeimmistä tuontimaista. Tuotteet saapuvat Suomeen useimmiten maateitse kuorma-autoilla. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yrityksellä on myös useita kotimaisia tavarantoimittajia. Toimittajista osa toimittaa tuotteet Matkahuollon rahdilla tai postipakettina. Rahti ja toimituskulut tulevat yritykselle maksettavaksi. Yrityksellä on muutamia kotimaisia toimittajia, jotka tuovat itse tuotteet perille myymälään ja joiltakin toimittajilta yritys noutaa itse tuotteet, sillä ne valmistetaan lähellä. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Myynti ja markkinointistrategia

Yritykseltä puuttuu lähes täysin markkinointistrategia. Yritys mainostaa alan lehdissä pienimuotoisesti, mutta markkinointiin ei ole ollut riittävästi resursseja ja johdolla ei ole markkinointialan koulutusta. Markkinointiin on kuitenkin lähitulevaisuudessa odotettavissa muutoksia uuden työntekijän myötä. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yrityksellä ei ole varsinaista myyntistrategiaa. Toki johto seuraa kuukausi- ja vuosimyyntin kehitystä, mutta henkilökunnan opastamisessa ja kannustamisessa on nähty puutteita jo pitkään. Niihin on johdon aikomus puuttua lähitulevaisuudessa. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Investoinnit ja niiden kannattavuus

Yritys ei ole lähiaikoina tehnyt mitään erityisen suuria investointeja. Tietysti erinäisiä pienlaitteita kuten tulostimia ja matkapuhelimia on hankittu, mutta lähitulevaisuudessa on kuitenkin odotettavissa uusia investointeja käyttöpäähän. Johdon ja henkilöstön avuksi hankitaan kaksi uutta kopiokonetta, kannettava tietokone, pöytätietokone ja myymälän ulkopuolelle markiisit. Näiden hankkiminen edellyttää kuitenkin, että yrityksen rahoitus on kunnossa. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Rahoituksen tilanne

Tällä hetkellä yrityksen rahoituksen tilanne on johdon mukaan kohtalainen. Maksukyky tulisi saada paremmaksi myynnin kasvun kautta. Yritykseen on palkattu uusia myyjiä, mutta myynit eivät ole nousseet. Kulut ovat yrityksellä korkeat, sillä toimitilat ovat suuret, kalliilla paikalla ja tilojen rakenne vaatii monen myyjän palkkaamista. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Jotta yritys voisi tehdä uusia investointeja, rahoituksen tulee olla kunnossa. Lisäksi ison valikoiman ylläpitämiseksi yritykselle tulee jatkuvasti uusia menoja ja riskejä. Hyvät ja luotettavat tavarantoimittajat antavat kuitenkin maksuihin joustoa. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Henkilöstö ja osaaminen

Yrityksellä on neljä kokopäiväisiä myyjää ja viisi osa-aikaisia. Kokopäiväisistä myyjistä vain yksi on ollut yli viisi vuotta yrityksen palvelussa. Uusia myyjiä otettiin yrityksen palvelukseen vuoden 2010 lopulla peräti neljä henkilöä. Loput ovat olleet talossa vuodesta kolmeen vuoteen. Vaihtuvuus on täten ollut lähiaikoina korkealla, mutta tulevaisuudessa tasaantuu varmasti. Vastuuta tullaan tulevaisuudessa jakamaan uusien työntekijöiden kokemuksen ja osaamisen kehittyessä. Vastuunjako tuo lisää haasteita, mutta varmasti myös helpotusta yrityksen omistajien arkeen. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Osaaminen yrityksessä on tällä hetkellä hyvä. Myyjiltä ei vaadita erityistä koulutusta alalle, sillä oma kiinnostus alaan on kaikkein tärkeintä. Kaikki myyjät ovatkin luovia ja harrastavat enemmän tai vähemmän alaa. He ovat työhönsä sitoutuneita ja yhteishenki on erinomainen. Ainoastaan myynnillisyydessä on parannettavaa ja tähän onkin johdon mukaan tulossa muutoksia. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

6.1.2 Ulkoinen analyysi

Ulkoisessa analyysissä tarkastelu on suunnattu yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttaviin ulkoisiin tekijöihin. Näitä tekijöitä ovat muun muassa maailman ja kansantalouden tilanne, kilpailutilanne ja muutokset yrityksen toimialalla. Tietolähteenä on käytetty omistajien haastattelun lisäksi ulkoisia lähteitä.

Maailman ja kansantaloudellinen tilanne

Tilastokeskuksen 14.1.2011 julkaisemasta kaupan toimialakatsauksesta käy ilmi, että koko maan yritysten liikevaihto kasvoi vuoden 2010 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana kaikilla toimialoilla. Kaupan alan liikevaihto kasvoi tammi-syyskuussa 7,5 prosenttia, mutta pienyritysten liikevaihto vain 1,6 prosenttia edellisvuodesta. (Tilastokeskus 14.1.2011)

Vähittäiskaupan puolella pienyritysten tuottama liikevaihto jäi alkuvuonna edellisvuoden tasosta 2,3 prosenttia, kun koko maan tasolla vähittäiskaupan liikevaihto kasvoi vastaavana aikana 3,4 prosenttia. (Tilastokeskus 14.1.2011)

Case-yrityksen kohdalla liikevaihto kuitenkin kasvoi vuonna 2010 vuoteen 2009 nähden. Myynneissä oli vuonna 2010 pienoinen notkahdus ja kalliit tuotteet kävivät huonosti kaupaksi, mutta taloudelliseen tilanteeseen mukauduttiin satsaamalla edullisempiin perustavaroihin. 1990-luvun talouskriisin aikana yrityksen myynnit suorastaan kiihtyivät huippuunsa, silloin palattiin käsillä tekemiseen ja itse tehty koettiin halvemmaksi kuin valmistavara. Mutta ala oli tuolloin muutenkin jo kasvussa. 2000-luvun taloustilanteen osalta paluuta käsillä tekemiseen on ollut havaittavissa, mutta etenkin niin sanottu ”tuunaus” ja ”vanhasta uutta” - ajattelutavat ovat vahvoja trendejä. Yrityksessä suhtaudutaan varauksella tulevaisuuteen, esimerkiksi uusien ostojen ja hankintojen kohdalla ollaan jatkossa tarkempia. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Yrityksen toimialan muutokset

Yrityksen toimiala on jo peruseriaatteeltaan luova ja muuttuva. Askartelusta on tullut haasteellisempaa ja niin sanottu pika-askartelu on jäänyt pois. Vaikka monet alan yrittäjät ja aktiiviharrastajat tuntuisivatkin odottavan sitä seuraavaa villitystä, on askartelussa selkeästi siirrytty hyödyllisyyteen. Asiakkaat haluavat tehdä käyttöesineitä, asuihin sopivia koruja tai asusteita, mutta myös kotiin ja sisustukseen sopivia esineitä. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Pienoismallipuolella on siirrytty puolestaan radio-ohjattavien osalta haastavista räätälöidyistä paketeista valmiisiin niin sanottuihin ”ready to fly” -paketteihin. Kiire ohjaa monesti aloittelijaa. Mutta varsinkin junaharrastuksen ja koottavien mallien kohdalla muutosta ei ole tapahtunut ja perinteet näkyvät vahvasti. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Kilpailutilanne

Kilpailutilanne yrityksen toimialalla on ollut hyvin vaihteleva. Kilpailijat ovat maantieteellisesti lähellä yritystä ja tuotevalikoimassakin voi olla samankaltaisuuksia, mutta eroja pyritään pitämään. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Case-yrityksen toimialalla on useita internet-myymälöitä niin kotimaassa, kuin myös ulkomailta. Asiakas voikin tilata lähes mitä vaan internetin välityksellä. Myös yrityksen tavarantoimittajilla voi olla omia internet-myymälöitä, vaikka varsinaista myymälää ei olisikaan. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Internet-kauppojen haittavaikutukset ovat havaittavissa etenkin yrityksen pienoismalliosastolla. Asiakas saa tilattua radio-ohjattavan auton halvemmalla esimerkiksi Saksasta, mutta yritykseltä haetaan aikaa vievää opastusta tuotteen käytössä ja varaosissa. Lisäksi suuret kotimaiset tavaratalot ja lelukaupat myyvät pienoismalliosaston tuotteita yleensä edullisempaan hintaan ilman mitään varaosia tai tietotaitoa. Tällöin tietoa haetaan yritykseltä, vaikka ostoaikkeitä ei olisikaan. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

Myös askarteluosastolla on internet-kaupan laajentuminen vaikuttanut, mutta pääsääntöisesti internetistä haetaan lisäinspiraatiota ja valinnanvaraa. Lähtökohtaisesti kuitenkin yrityksen asiakkaat haluavat nähdä materiaalin. (Omistajien haastattelu 16.1.2011)

6.2 Tilinpäätöksen analyysi

Tilinpäätöstietoja analysoimalla pyritään arvioimaan yrityksen kannattavuus sekä rahoitus- ja varallisuusasema. Vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi ovat yrityksen tilinpäätökset oikaistu tarkasteluajanjaksolta (Liite 1). Tilinpäätösanalyysin laatimisesta kerrottiin aikaisemmin luvussa 3.2 sivulla 12.

Kannattavuus

Kannattavuuden arvioimiseksi tulee selvittää, onko syntynyt tulos ollut riittävän suuri ottaen huomioon toimintaan sidotut voimavarat. Jotta kannattavuudesta saataisiin luotettava kuva, yritykseen sijoitettua pääomaa tulee verrata sen tuottamaan tulokseen. Tulosta tulee katsoa myös oman pääoman sijoittajan kannalta.

Seuraavassa taulukossa (Taulukko 1) on eritelty case-yrityksen kannattavuus laskettuna sijoitetun pääoman tuotto prosentilla ja oman pääoman tuotto prosentilla vuosilta 2006-2010.

| KANNATTAVUUS | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------------|-------|------|------|------|------|
| Sijoitetun pääoman tuotto prosentti | -33,5 | 52,3 | 21,1 | 36,9 | 18,6 |
| Oman pääoman tuotto prosentti | -68,2 | 90,8 | 21,1 | 38,8 | 18,2 |

Taulukko 1. Kannattavuus 2006-2010.

Yrityksen kannattavuus oli vuonna 2006 tarkasteluajanjakson heikointa ja yrityksen tulos jäi tappiolliseksi. Heikon kannattavuuden taustalla on yrityksen muutto uusiin liiketiloihin. Yritys muutti Kaisaniemestä Kamppiin suurempiin tiloihin ja siirtymävaiheessa satsattiin uusiin tuotteisiin. Tilannetta pahensi se, että yritys joutui maksamaan vuokraa kahdesta liiketilasta usean kuukauden ajan. Vanhojen asiakkaiden ohjaaminen uusiin tiloihin vei myös oman aikansa.

Yrityksen kannattavuus kasvoi vuonna 2007 edellisestä vuodesta sen tuloksen muututtua positiiviseksi ja liiketoiminnan kulujen laskettua. Yrityksen vieras pääoma kasvoi hieman vuodesta 2006, jolloin myös oman pääoman tuotto prosentti kasvoi.

Yrityksen kannattavuus laski vuonna 2008 vuodesta 2007, mutta säilyi edelleen hyvänä. Vuonna 2008 yrityksen liikevaihto oli tarkasteluajanjakson suurin, mutta myös vuoden aikana yritys teki uusia tuotelaajennuksia ja ostot kasvoivat. Yrityksen kulut kasvoivat ja henkilöstöä palkattiin lisää.

Kannattavuus nousi vuonna 2009 vuodesta 2008. Oman pääoman tuotto prosentti kasvoi yrityksen ottaessa lisää lainaa, kasvattaen näin vierasta pääomaa. Vaikka liikevaihto laski, yritys teki parempaa tulosta, myös liiketoiminnan kulut laskivat hieman.

Yrityksen kannattavuus laski vuonna 2010 vuodesta 2009, vaikka liikevaihto kasvoi. Kannattavuuteen vaikutti ostojen ja kulujen kasvu. Oma pääoma kasvoi vieraan pääoman vähentyessä.

Yrityksen kannattavuus on heitellyt tarkasteluajanjakson aikana, mutta pysynyt aina hyvänä, lukuun ottamatta vuotta 2006.

Vakavaraisuus

Jotta yritys olisi vakavarainen, sen talouden tulisi sietää ajoittain myös huonoja aikoja. Se on mahdollista jos yrityksen taseessa on riittävästi omaa pääomaa puskurina tappioiden kattamiseen. Vakavaraisuutta on arvioitu yrityksen omavaraisuusasteella ja suhteellisella velkaantuneisuudella (Taulukko 2).

| VAKAVARAISUUS | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------|------|------|------|------|------|
| Omavaraisuusaste | 10,3 | 22,4 | 25,4 | 34,8 | 40,1 |
| Velkaantuneisuus | 35,6 | 35,2 | 34,8 | 35,7 | 32,6 |

Taulukko 2. Vakavaraisuus 2006-2010

Omavaraisuusaste on kasvanut vertailuajanjakson 2006-2010 aikana tasaisesti. Vaikean vuoden 2006 aikana omavaraisuus oli heikko, mutta vuosina 2007-2010 taso on ollut tyydyttävä. Tyydyttävä omavaraisuusaste kertoo, että yrityksellä on ollut vaikeuksia selvitä sen vieraan pääoman korkomaksuista. Kannattavuuden parantuminen on kuitenkin vaikuttanut myös omavaraisuuden parantumiseen.

Velkaantuneisuus puolestaan on koko tarkasteluajanjaksolla pysynyt Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvojen mukaan hyvänä. Yritys ei ole joutunut ottamaan vierasta pääomaa liikaa suhteessa sen maksukykyyn ja oman pääoman määrään. Yrityksen velkaantuneisuus jäi kuitenkin lahjatavaroiden ja askartelutarvikkeiden vähittäiskaupan alan keskiarvosta vuosina 2008 ja 2009 kun se vielä oli vuosina 2006 ja 2007 alan keskiarvoa parempi. (Helsingin OP Pankki Oyj, Yritystutkimus 2010)

Maksuvalmius

Maksuvalmiilla yrityksellä tarkoitetaan yritystä, joka pystyy hoitamaan erääntyvät laskunsa ja muut jokapäiväisen toiminnan vaatimat maksut. Maksuvalmiuden ollessa riittävällä tasolla yrityksellä on aina tarpeeksi varoja kassassa tai muuta tarvittaessa nopeasti rahaksi muutettavaa omaisuutta. Maksuvalmiutta kuvaavia tunnuslukuja ovat nettokäyttöpääoma, quick ratio ja current ratio (Taulukko 3).

| MAKSUVALMIUS | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Nettokäyttöpääoma | 9,4 | 16,5 | 18,4 | 23,8 | 31,4 |
| Quick ratio | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Current ratio | 1,3 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 2,4 |

Taulukko 3. Maksuvalmius 2006-2010

Yrityksen nettokäyttöpääoma, eli likviditeetti suhteessa liikevaihtoon, on kasvanut vertailuajanjaksolla 2006-2010. Nettokäyttöpääoma kuvaa, kuinka suuri osa yrityksen vaihto- ja rahoitusomaisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla ja pitkäaikaisella vieraalla pääomalla. Nettokäyttöpääomaa tulisi aina vertailla saman toimialan yrityksiin, mutta tähän työhön en saanut aineistoa lahjatavaroiden ja askartelutarvikkeiden vähittäiskaupan alalta.

Maksuvalmiutta voidaan mitata myös quick ration ja current ration avulla. Kuten aikaisemmin on mainittu, quick ration ajatuksena on, että vain yrityksen rahoitusomaisuudella on arvoa yritysmyyntitilanteessa. Kun current ratio ottaa puolestaan huomioon myös vaihto-omaisuuden arvon.

Quick ratiolla mitattaessa yrityksen maksuvalmius on ollut erittäin heikko vertailuajanjaksolla 2006-2010. Jos otetaan huomioon varaston likvidointiarvo, yrityksen maksuvalmius on tyydyttävällä tasolla current ratiolla mitattuna. Näistä luvuista voidaan päätellä, että yrityksen maksuvalmius on tyydyttävällä tasolla.

Tehokkuus

Yrityksen toiminnan tehokkuutta on mitattu myyntisaamisten, ostovelkojen ja varaston kiertoaajoilla (Taulukko 4). Kiertoluvuilla mitataan, missä ajassa tulot ja menot kertyvät, ja antavat siten tietoa tulorahoituksen riittävyyden ja maksuvalmiuden taustoista.

| TEHOKKUUS | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Myyntisaamisten kiertoaika | 5 | 5 | 5 | 6 | 5 |
| Ostovelkojen kiertoaika | 71 | 58 | 52 | 48 | 49 |
| Tavaravaraston kiertoaika | 34 | 42 | 42 | 50 | 50 |

Taulukko 4. Tehokkuus 2006-2010

Myyntisaamisten kiertoaika kertoo siis kuinka monen vuorokauden kuluessa myyntisaamiset päätyvät kassaan. Yritys on vertailuajanjaksolla kyennyt siten vastaanottamaan myyntisaamiset viiden vuorokauden sisällä. Lahjatavaroiden ja askartelutarvikkeiden vähittäiskaupanalan mediaani oli vuosina 2006-2009 hieman korkeampi, 7-9 vuorokautta. (Helsingin OP Pankki, yritystutkimus 2010).

Ostovelkojen kiertoaika kertoo puolestaan kuinka monta vuorokautta keskimäärin kestää, ennen kun yritys maksaa omat ostolaskunsa. Kuten yllä olevasta taulukosta (Taulukko 4), voidaan nähdä, yrityksen ostovelkojen kiertoaika on laskenut ja näin se on kyennyt maksamaan laskuna nopeammin, välttymään viivästyskoroilta. Verrattaessa case-yrityksen ja Lahjatavaroiden ja askartelutarvikkeiden vähittäiskaupanalan mediaania vuosina 2006-2009, huomataan että yrityksen tehokkuus jäi huomattavasti alan mediaanista. Yrityksellä on vankat suhteet tavarantoimittajiin, jotka ovat myöntäneet erityispitkiä maksuaikoja yritykselle.

Yrityksen tavaravaraston kiertoaika on hieman kasvanut vuodesta 2006, mutta viimeisen kahden vuoden ajan 2009-2010 pysytellyt 50 päivässä. Tavaravaraston kiertoaika on hyvin toimialakohtaista ja kyseisen yrityksen kohdalla ennalta arvattavissa. Kuten jo aikaisemmin on

kerrottu, osa yrityksen strategiaa on tarjota laaja skaala erilaisia tuotteita sesongista huolimatta.

Yhteenveto tilinpäätösanalyysistä

Tilinpäätösanalyysi tehtiin vuosilta 2006-2010. Tuona aikana yritys on ollut uusissa tiloissa suurien muutosten ja taloudellisten paineiden alla. Yrityksen kannattavuus on heitellyt, mutta tällä hetkellä hyvällä tasolla. Vakavaraisuus on ollut heikkoa, mutta muutosta parempaan on havaittavissa. Yrityksen maksuvalmius on heikko, jos varaston arvoa ei oteta huomioon. Tehokkuudessaakin on parannettavaa, mutta muutokset vaativat aikaa ja perehtymistä aiheeseen.

6.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Kohdassa 6.1 pohdittiin yrityksen menestymiseen vaikuttaneita strategisia tekijöitä ja kohdassa 6.2 yrityksen taloudelliseen menestymiseen vaikuttaneita tekijöitä. Seuraavaksi kerrotaan yrityksen johdon näkemyksiä yrityksen tulevaisuudesta. Tulevaisuutta on pohdittu yritykseen vaikuttavien kriittisten menestystekijöiden kuten: markkinanäkymien, kannattavuuden, investointien rahoituksen ja riskien kannalta. Nämä omistajien näkemykset näkyvät myös työn myöhemmässä vaiheessa, kun arvonmäärittämissä esitetään oletuksia yrityksen tulevasta kehityksestä.

Kriittiset menestystekijät

Yrityksen menestykseen on ehdottomasti eniten vaikuttanut omistajapariskunnan henkilökohtainen panos ja sitoutuneisuus yrityksen kehittämiseen. Suuri osa yrityksen omaisuudesta koostuu sen varastosta ja vaikka yrityksen varasto kiertää hitaasti, eivät tuotteet mene pois muodista eivätkä pilaannu. Omistajien tuotehankinnat ja valikoiman ylläpito on yksi yrityksen kilpailuvalteista. Lisäksi yrityksellä on monien toimittajien kanssa jo toistakymmentä vuotta kestäviä suhteita, jolloin toimitukset ovat varmoja ja maksuehdot joustavia. Kriittisiksi menestystekijöiksi on siis muodostunut omistajien henkilökohtainen panos ja hyvät tavarantoimittajat, mutta oman osuutensa menestymiseen on vaikuttanut myymälän keskeinen sijainti Helsingin keskustassa.

Markkinanäkymät

Yrityksen johto on arvioinut liikevaihdon kasvavan 5 % vuosina 2011-2013. Yrityksellä on omistajien mukaan hyvät edellytykset myynnin kasvulle, sillä asiakaskunta ja tuotevalikoima ovat vakiintuneet. Lisäksi ala on nousujohteinen ja kehittyy jatkuvasti. Johto pyrkii jatkuvasti sat-

saamaan uusiin edullisempiin hankintapaikkoihin ja panostamaan myynnillisyyteen henkilökunnan ohjeistuksessa. (Omistajien haastattelu 23.2.2011)

Kannattavuus

Kannattavuuteen yritys pyrkii vaikuttamaan ostojen maltillisuudella. Varaston arvo oli vuonna 2010 huipussaan ja tavoitteena on saada arvo jatkossa 510 000 euron tietämille. (Omistajien haastattelu 23.2.2011)

Investoinnit

Kuten jo yrityksen sisäisessä analyysissä (luku 6.1.1) kerrottiin, yrityksellä on useita tarpeita uusille käyttöpääoman investoinneille. Lähitulevaisuudessa yritys tarvitsee mahdollisesti kaksi kopiokonetta, kannettavan, pöytätietokoneen ja myymälän ulkopuolelle markiisit. Vuonna 2011 investoidaan ainakin yhteen kopiokoneeseen ja markiiseihin. Näihin varataan yhteensä 9 000 euroa. Vuonna 2012 on tavoitteena hankkia yritykselle myös uusi pakettiauto. Auto ostetaan käytettynä ja siihen varataan 13 000 euroa. Lisäksi vuonna 2013 on odotettavissa kassakoneiden uusinta, jolloin laitteisiin investoidaan näillä näkymin 10 000 euroa. (Omistajien haastattelu 23.2.2011)

Rahoitus

Yrityksen johdon tämän hetkisten arvioiden mukaan yritys ei tule tarvitsemaan lainaa ainakaan seuraavan kolmen vuoden aikana ja voitonkin johtajat arvioivat pysyvän 60 000 euron tietämässä. Osinkoa yritys on oikeissa jakaa, mutta vasta kun yrityksen talous antaa sille myötä. (Omistajien haastattelu 23.2.2011)

Riski

Seuraavan kolmen vuoden aikana yrityksessä ei tehdä suuria organisaatiomuutoksia, mutta viimeistään viiden vuoden sisällä yritys tulee satsaamaan verkkokaupan laajentamiseen. Tällä hetkellä verkkokauppaan ei ole ollut resursseja eikä osaamista. Tulevat muutokset aiheuttavat aina epätietoisuutta henkilöstössä ja riskejä investoinneissa. Liiketoiminnan laajentaminen verkkokauppaan voi olla pitkä ja haastava prosessi, johon tulisiikin varautua hyvin jotta epäonnistumiselta vältyttäisiin. (Omistajien haastattelu 23.2.2011)

6.4 Yhteenveto

Yritys on 25 vuoden historiansa ajan pyrkinyt muuntautumaan ja kehittymään uusien haasteiden alla. Yritys on kokenut 1990- ja 2000-luvun lamojen vaikutukset ja tuotevalikoimien uudistukset. Yritys on muuttanut paikkakunnalta toiselle ja vaihtanut pienemmistä tiloista aina suurempaan.

Yritys erottuu selkeästi kilpailijoistaan muun muassa tuotevalikoimalla. Vaikka varaston arvo on suuri, on lajikkeiden määräkin Suomen laajimpia kyseiseltä toimialalta. Laajan valikoiman vuoksi yrityksellä on myös monipuolinen ja vankka asiakaskanta.

Tuotteiden tuotantoprosessi on toisinaan aikaa vievä. Tuotteiden pussittamiseen, purkittamiseen ja esillepanoon menee huomattavasti aikaa ja aika, jota siihen käytetään, on aina pois joko omistajapariskunnalta tai asiakaspalvelusta.

Yritys on pärjännyt hyvin verrattain muihin kaupan alan pienyrityksiin. Myynti on kasvanut ja tulevaisuuden ennusteet lupaavia. Toimiala kehittyy jatkuvasti uusien tuotteiden saapuessa markkinoille ja alan saadessa mediassa näkyvyyttä.

Kilpailutilannekin näyttäisi tällä hetkellä olevan kohtuullisella tasolla. Saman alan myymälät ovat maantieteellisesti lähellä, mutta tuotevalikoimaltaan erottuvat toisistaan. Suurin kilpailun epävarmuustekijänä ovat internet-kaupat ja etenkin niiden suosion lisääntyminen asiakkaiden keskuudessa.

Omistajat arvioivat myynnin kasvavan ja yrityksen kykenevän tekemään uusia investointeja ilman lisälainaa. Jotta ennusteet voivat toteutua, pidetään kuitenkin ehtona sitä, että uusia työntekijöitä ei tarvitse palkata lisää ja nykyinen myynti saadaan kasvamaan sitouttamalla henkilöstö tavoitteisiin ja tehostamalla vanhoja toimintamalleja.

7 Pääoman tuottovaatimus

Seuraavassa kappaleessa on kerrottu case-yrityksen pääoman tuottovaatimuksesta. Pääoman tuottovaatimuksen, eli kustannuksen laskeminen on arvonmääritysmenetelmien ydinkäsite, jota tarvitaan lähes kaikissa kaavoissa. Pääoman tuottovaatimus voidaan jakaa vieraan pääoman kustannukseen ja omaan pääoman kustannukseen. Näistä kustannuksista voidaan edelleen laskea koko pääoman tuottovaatimus, eli pääoman keskimääräiskustannus. Tässä kappaleessa on kerrottu miten eri pääomien tuottovaatimukset ovat yritykselle laskettu ja mitä vaatimukseksi saadaan.

7.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimus on verrattain helppo laskea. Oman pääoman laskeminen puolestaan vaatii erittäin tarkkaa perehtymistä yritykseen. Vieraan pääoman tuottovaatimukseksi käytetään yrityksen kolmen pitkäaikaisen lainan keskiporkkoa, joka on 6,8 %. Case-yrityksen vieraan pääoman tuottovaatimukseksi saadaan 5,00 % kun huomioidaan vielä korkokulujen verovähennysoikeus.

7.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Case-yrityksen oman pääoman tuottovaatimus lasketaan CAP-mallin mukaan (Kaava 11 s.18). Jotta oman pääoman tuottovaatimus voidaan laskea, tulee ensiksi määrittää yrityksen riskisyys, eli beeta-kerroin. Case-yrityksen ollessa listaamaton pienyritys, käytetään laskennassa apuna tilinpäätöksestä laskettuja liikeriskin ja rahoitusrakenteen tunnuslukuja. Tarkkailussa ei oteta huomioon operatiivista velkaantumista, sillä yritys ei ole tehnyt lainkaan bruttoinvestointeja. Liikeriski lasketaan sivulla 19 esitetyn kaavan (Kaava 12) mukaisesti jakamalla vuosien 2006-2010 liikevoiton keskihajonta liikevoiton keskiarvolla. Rahoitusrakenteen tunnuslukuja ovat omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen. Omavaraisuusaste lasketaan sivulla 13 esitetyn kaavan (Kaava 3) mukaisesti jakamalla oikaistu oma pääoma oikaistun taseen loppusummalla, josta on vähennetty saadut ennakot. Nettovelkaantuminen, lasketaan sivulla 19 esitetyn kaavan (Kaava 13) mukaisesti jakamalla yrityksen nettovelat oikaistulla omalla pääomalla. Seuraavassa kuviossa on kuvattu case-yrityksen liikeriski, omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen (Kuvio 2).

| | | | | | |
|---------------------|---|-----------------------------|---|--------|---|
| Liikeriski | = | $\frac{60\ 000}{47\ 000}$ | = | 127,66 | % |
| Omavaraisuusaste | = | $\frac{236\ 000}{588\ 000}$ | = | 40,14 | % |
| Nettovelkaantuminen | = | $\frac{107\ 000}{236\ 000}$ | = | 45,34 | % |

Kuvio 2. Case-yrityksen liikeriski, omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen

Seuraavaksi tunnusluvut muutetaan osittaisbeetoiksi. Osittaisbeetan laskemisessa verrataan tunnuslukuja vertailujoukkoon. Vertailujoukko koostuu 49 listatusta yrityksestä ja case-

yrityksestä. Yhteensä joukossa on siis 50 yritystä. Case-yritys sijoittui vertailussa liikeriskin osalta sijalle 42, omavaraisuuden osalta sijalle 35 ja nettovelkaantumisen osalta sijalle 30.

Kuten teoriaosuudessa on kerrottu, osittaisbeetojen vaihteluväli on 0,50-2,20 ja keskimääräisen yrityksen osittaisbeetat saavat tuolloin noin 1,0 suuruisen arvon. Osittaisbeetat saadaan kaavalla: $(2,2-0,5) \times \text{sijoitus vertailuryhmässä} / \text{vertailuyrityksien lukumäärä}$. Case-yrityksen beeta-arvon määrittämisessä käytetään liikeriskiä ja rahoitusrakennetta, molemmat painotetaan siten 50 %. Rahoitusrakenteen painokerroin jakaantuu vielä omavaraisuusasteeseen 25 % ja nettovelkaantuneisuuteen 25 %. Case-yrityksen kokonaisbeeta löytyy alla olevasta taulukosta (Taulukko 5).

| | Beeta-arvo | Painokerroin | Osittaisbeeta |
|----------------------|------------|--------------|---------------|
| Liikeriski | 1,428 | 50 % | 0,714 |
| Omavaraisuusaste | 1,19 | 25 % | 0,298 |
| Nettovelkaantuminen | 1,02 | 25 % | 0,255 |
| Kokonaisbeeta | | | 1,267 |

Taulukko 5. Case-yrityksen beeta-kerroin

Kun beeta-kerroin on määritelty, voidaan laskea yrityksen oman pääoman tuottovaatimus. Jotta oman pääoman tuottovaatimus voidaan laskea CAP -mallilla, tulee selvittää riskittömän sijoituksen tuotto ja pitkän aikavälin keskimääräinen tuotto osakemarkkinoilla, eli markkinaportfolioon riskilisiä. Riskittömänä tuottona käytetään Suomen valtion kymmenen vuoden tuotto-obligaatiota, jonka oli vuonna 2010 3,00 %. (Suomen Pankki 2011) Markkinaportfolioon riskilisenä käytetään 30 vuoden keskimääräistä riskilisiä, eli 4,60 %. (Kallunki ym. 2004 138)

Case-yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksesta tulee näin ollen: $4,60 \% + 1,267 (4,60 \% - 3,00 \%) = 6,63 \%$. Koska case-yrityksen liikevaihto on alle 100 miljoonaa ja henkilöstöä on alle 20, lisätään oman pääoman tuottovaatimukseen niin sanottu epälikvidisyyspremio. Erityisen korkean henkilöriippuvuuden vuoksi premio on 5,5 %. Täten oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan $6,63 \% + 5,5 \% = 12,13 \%$

7.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Case-yrityksen koko pääoman tuottovaatimus on laskettu WACC -mallin mukaisesti (Kaava 15 s.21) oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona. Painokertoimena on käytetty oman ja vieraan pääoman osuuksia yrityksen kokonaispääomasta. Case-yrityksen koko pääoman kustannukseksi saadaan 7,88 % (Kuvio 3).

$$\text{WACC} = \frac{352\,000}{588\,000} \times 6,80 \times (1-0,26) + \frac{236\,000}{588\,000} \times 12,13 = 7,88 \%$$

Kuvio 3. Case-yrityksen koko pääoman tuottovaatimus

8 Tulokset

Seuraavaksi on kerrottu kuinka yrityksen arvo on laskettu, mitä arvonmääritysmalleja käytetty ja kuinka malleja on käytetty. Tarkastelussa ovat tase- ja markkinasubstanssi, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Tarkastelun ulkopuolelle jää osinkoperusteinen malli, sillä yritys ei jaa tasaisesti osinkoa. Omistajat nostavat osinkoa, silloin kun yrityksen taloudellinen tilanne siihen mahdollistaa.

8.1 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvo on laskettu kahdella eri tavalla, tasesubstanssina ja markkinasubstanssina. Tasesubstanssi saadaan yrityksen viimeisimmästä tilinpäätöksestä vuodelta 2010 vähentämällä yrityksen varoista sen velat. Näin tulokseksi saadaan 236 000 euroa.

Lisäksi on laskettu yrityksen markkinasubstanssi, jossa on kukin tase-erä arvostettu siihen hintaan, jolla ne myytäisiin vapailla markkinoilla. Yrityksen markkinasubstanssiksi saadaan 206 950 euroa. Substanssiarvon laskelma löytyy liitteestä 2.

8.2 Vapaan kassavirran malli

Kuten jo luvussa 5.3 kerrottiin, vapaan kassavirran mallissa tarkastelun pääpaino on tilikauden aikana kassaan ja kassasta maksettujen erien tarkkailussa. Case-yrityksen arvonmäärittämisessä on käytetty yleisesti käytetyintä kassavirran mallia, eli vapaan kassavirran mallia. Vapaata kassavirtaa määriteltäessä verot lasketaan siten kuin yrityksellä ei olisi korkomaksuja. Näin korkomaksujen verovähennysoikeus ei pienennä verojen määrää.

Jotta yrityksen arvo voidaan määrittää vapaan kassavirtamallin avulla, tulee vapaa kassavirta laskea ensiksi sivulla 25 esitetyn kassavirtalaskelman mukaisesti. Case-yrityksen vapaan kassavirran laskelma löytyy liitteestä 3.

Kun yrityksen kassavirta on laskettu, voidaan arvonmäärittämisessä käyttää vapaan kassavirran mallia (Kaava 17, s 25). Mallin diskonttaus korkona on käytetty markkina-arvoilla painotettua

vieraan ja oman pääoman kustannusten keskiarvoa 7,88 %. Omistajat arvioivat kassavirran kasvavan 2 % vuodesta 2012 eteenpäin.

| | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e | 2014 - | yhteensä |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
| Vapaat kassavirrat | 33 000 | 27 843 | 28 135 | 34 542 | 587 447 | 710 967 |
| Kassavirtojen nykyarvot | 30 590 | 23 924 | 22 409 | 25 502 | 402 035 | 504 461 |

Taulukko 6. Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran mallilla yrityksen arvoksi saadaan 504 461 euroa (Taulukko 6). Summa kertoo siis kuinka paljon yrityksen tuottamasta rahavirrasta jää sellaista rahaa, joka voitaisiin jakaa oman ja vieraan pääoman sijoittajille kaikkien liiketoimintaan ja investointeihin liittyvien kassastamaksujen vähentämisen jälkeen.

8.3 Lisäarvomalli

Lisäarvomallissa on tulevien voittojen arvioinnissa käytetty lähteenä yrityksen johdon omaa näkemystä. Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen, jonka mukaan osakkeen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tulevista lisävoitoista. Mallin yhtenä hyvänä puolenä onkin, että tulevien voittojen ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti tuloksiin, sillä suurin osa osakkeen arvosta tulee tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta.

Yrityksen lisäarvo on laskettu omistajien tulosenusteiden pohjalta. Vuodesta 2014 lähtien yrityksen johto arvioi lisäarvon kasvavan 2 % vuodessa. Mallissa diskonttaustekijänä on käytetty oman pääoman tuottovaatimusta, 12,13 %. Lisäarvomallilla yrityksen arvoksi saadaan 629 114 euroa. Arvo on laskettu diskonttaamalla vuodesta 2010 saatavat lisäarvot nykyarvoon. Nykyarvoon on lisätty vielä yrityksen oman pääoman kirja-arvo. Seuraavasta taulukosta löytyy case-yrityksen arvo lisäarvomallilla laskettuna (Taulukko 7).

| | |
|---------------------------------|----------------|
| Lisäarvot nykyarvossa 2010-2013 | 181 743 |
| Lisäarvot nykyarvossa 2014- | 211 371 |
| Oma pääoma | 236 000 |
| Yrityksen arvo | 629 114 |

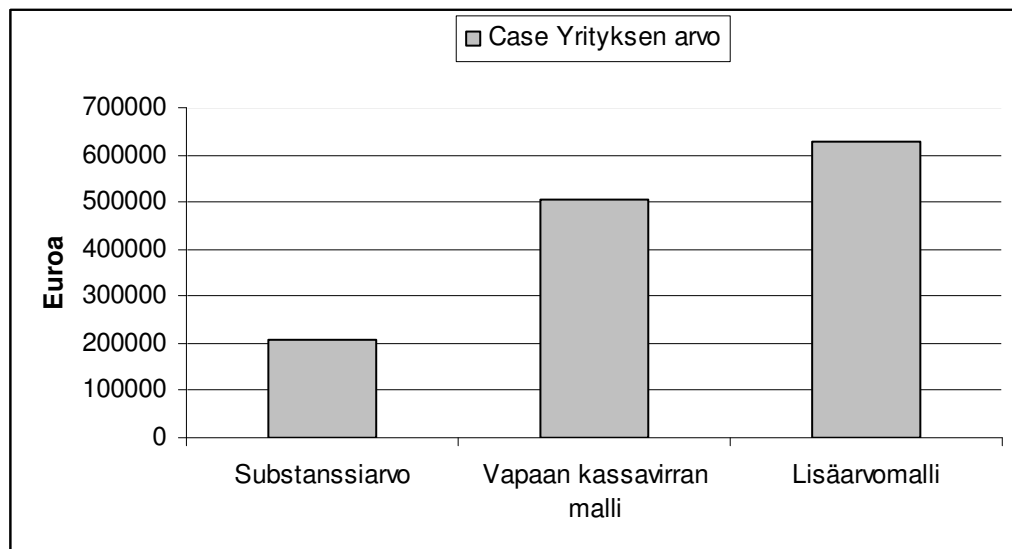
Taulukko 7. Lisäarvomalli

8.4 Yhteenveto

Case-yritys on toiminut alalla jo vuodesta 1986 ja sillä on Suomessa vahva jalansija alan erikoisliikkeenä. Valikoiman laajuus on sen vahvuus, mutta tavallaan myös heikkous. Varaston koko sitoo pääomia, mutta toisaalta mahdollistaa laajan asiakaspohjan. Yrityksellä on hyvä maine asiakkaiden ja tavarantoimittajien keskuudessa, sillä on pitkä toimintahistoria takanaan ja myymälä sijaitsee keskeisellä paikalla, joten sen toimintaedellytykset ovat jatkossakin hyvät. Mahdollisuuksia myynnin kasvuun on myös nähtävissä. Tulevaisuudessa yritys tulee panostamaan muun muassa internet-kauppaan, jolloin asiakaskanta laajenee entisestään.

Case-yrityksen arvo laskettiin ensimmäiseksi tilinpäätösperusteisella arvonmäärittäysmallilla, substanssiarvon mallilla. Substanssiarvon laskemiseksi kukin tase-erä arvostettiin käypään arvoonsa, jolloin substanssiarvoksi saatiin 206 950 euroa.

Seuraavaksi laskettiin case-yrityksen tuottoarvo kahdella tuottoarvopohjaisella arvonmäärittäysmallilla, vapaan kassavirran mallilla ja lisäarvomallilla. Vapaan kassavirran mallilla yrityksen arvoksi saatiin 504 461 euroa. Lisäarvomallilla laskettuna yrityksen arvoksi saatiin 629 114 euroa. Yrityksen arvon voidaan katsoa sijoittuvan siten 570 000 euron tietämille. Alla on esitetty case-yrityksen arvo graafisesti (Kuvio 4).



Kuvio 4. Case-yrityksen arvo

Yrityksen substanssiarvossa on huomioitu vain yrityksen varat vähennettynä veloilla, eikä näin ollen yrityksen tulevaa tulosta ole huomioitu, sen vuoksi arvo on huomattavasti pienempi kuin muilla malleilla saadut arvot. Lisäksi case-yrityksen substanssiarvoon vaikuttaa vuokratiloissa toimiminen ja varojen sitoutuminen varastoon.

Vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli perustuvat puolestaan moniin olettamuksiin yrityksen tulevista voitoista. Vapaan kassavirran malli on herkempi ennustevirheille kuin lisäarvomalli, sillä kassavirtaan vaikuttaa pääomarakenteen muutokset. Lisäarvomalli on kaikkein varmin arvonmääritysmalli, sillä sen laskentaan on päälähteenä käytetty viimeisintä tilinpäätöstä ja näin laskennan mahdolliset ennustevirheet eivät vaikuta oleellisesti saatuun tulokseen. Tuottoarvopohjaiset mallit, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli antavat pelkkää substanssiarvoa realistisemman kuvan yrityksen arvosta, sillä kyseessä on toimintaansa jatka-va yritys, jonka tulevaisuuden toiminta on ennustettu kannattavaksi.

Yrityskauppa on tarkoitus toteuttaa aikaisintaan viiden vuoden kuluttua. Viisi vuotta on yritykselle pitkä aika ja sinä aikana voi tapahtua melkein mitä vain. Case-yrityksen strategisesta analyysissä pohdittiin yrityksen menestymiseen vaikuttaneita sisäisiä tekijöitä. Analyysissä tuli esiin, että yritys on havainnut puutteita myynnin ja markkinoinnin strategiassaan. Osa case-yrityksen lähitulevaisuutta on näiden strategioiden vahvistaminen ja kehittäminen. Mitkä keinot yritys valitsee ja kuinka muutoksissa onnistutaan, sekä kuinka tulevat muutokset vaikuttavat yrityksen arvoon jää kuitenkin nähtäväksi.

9 Pohdinta

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli tutkia pienyrityksen arvo. Opinnäytetyön teoriaosuudessa on kerrottu arvonmääritysprosessin vaiheista, pääoman tuottovaatimuksen laskemisesta ja erilaisten arvonmääritysmallien käytöstä. Empiirisessä osuudessa on puolestaan kerrottu kuinka yrityksen arvo laskettiin. Työ suoritettiin kvalitatiivisena tutkimuksena jossa päätietolähteenä käytettiin yrityksen tilinpäätöstietoja vuosilta 2006-2010 ja omistajapariskunnan haastatteluita 16.1. ja 23.2.2011.

Case-yrityksen arvon määrittämiseksi käytettiin kolmea erilaista arvonmääritysmallia, substanssiarvoa, vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia. Arvonmääritysmalleista jätettiin perustellusti pois osinkoperusteinen malli, sillä yrityksellä ei ole varsinaista osingonjakopoliittikkaa, eikä osinkoa jaeta säännöllisesti. Lisäksi tarkkailun ulkopuolelle jätettiin arvonmäärityksessä paljon käytetty tunnuslukuanalyysi, sillä tunnuslukuanalyysi soveltuu parhaiten suurien pörssilistattujen yritysten arvonmäärittämiseen.

Tästä opinnäytetyöstä hyötyy yrityksen omistajat ja samankaltaisia analyysyjä laativat. Työ toimii siten hyvin yhtenä esimerkkinä pienyrityksen arvonmääritystä laativalle. Tämän opinnäytetyön pohjalta case-yritykselle voidaan tehdä myös useita jatkotutkimuksia, esimerkiksi tutkimus yrityksen arvon kasvattamisesta tai vaikka käytännön ohjeistus yrityskaupan toteuttamiseen.

Case-yrityksen arvonmäärityksen haastavin osa oli oman pääoman tuottoarvon laskeminen. Jos oman pääoman tuottoarvon on laskettu virheellisesti, saattaa vapaan kassavirran mallilla ja lisäarvomallilla saadut tulokset muuttua olennaisesti. Tämän opinnäytetyön ohella opin valtavasti arvonmäärityksestä ja yritysanalyysistä. Työ oli mielenkiintoinen ja haastava.

Tämä opinnäytetyö on mielestäni luotettava, sillä tutkimuksessa käytettiin useassa lähteessä luotettavaksi todettuja arvonmääritysmenetelmiä ja sen avulla saatiin vastaus annettuun tutkimusongelmaan.

Yrityksen arvon määrittäminen ei kuitenkaan ole tarkkaa tiedettä ja mahdolliset virheet esimerkiksi oman pääoman tuottovaatimuksen laskemisessa vaikuttavat käytettyihin arvonmääritysmalleihin. Lisäksi arvonmäärityksessä tehdyt oletukset yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja menestymiseen vaikuttavista tekijöistä saattavat poiketa huomattavasti eri arvioijien välillä. Ennustevirheiden minimoimiseksi onkin hyvä käyttää useampaa eri arvonmääritysmallia ja vertailla saatuja tuloksia kriittisesti keskenään. Se, millä hinnalla yritys loppujen lopuksi myydään, määräytyy monesti vasta varsinaisissa yrityskauppaneuvotteluissa, jossa myyjä suostuu luopumaan yrityksestään hinnalla, jonka ostaja on valmis maksamaan.

Lähteet

Kirjallisuuslähteet:

Blomquist L., Blummé N., Lumme E., Pitkänen T. & Simonsen L. 2001. Due Diligence osana yrityskauppaa. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Blomquist L., Blummé N. & Simola A-M. 1997 Due Diligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Kallunki J-P., Lantto A-M. & Sahlström P. 2008 Tilinpäätösanalyysi IFRS -maailmassa Helsinki: Talentum.

Kallunki J-P. & Kytönen E. 2002 Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum.

Kallunki J-P. & Niemelä J. 2004 Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.

Kinnunen J., Laitinen E., Laitinen T., Leppiniemi J. & Puttonen V. 2006 Mitä on yrityksen taloushallinto? Keuruu: Otavan Kirjapaino.

Knüpfer S. & Puttonen V. 2004 Moderni rahoitus. Helsinki: WSOY.

Leppilampi J. 1999 Omaisuuden arvo. Helsinki: Kauppakaari.

Pasonen E., Hiltunen M. & Turunen H. 2000 Miten myyn yritykseni - käytännön opas PK-yrittäjälle. Helsinki: Kauppakaari.

Tenhunen L. & Werner R. 2000 Yrityskaupan käsikirja. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Elektroniset lähteet:

Asiakastieto Oy, haettu 25.2.2011. Arvonmääritys - Malliyritys. Laadittu 3.1.2005.
<http://www.asiakastieto.fi/pdf/Arvonmaaritys.pdf>

Arvopaperisijoittaminen. Nikkinen, Rothovius, Sahlström 2002. WSOY. Haettu 25.1.2011.
www.uwasa.fi/~arvop/k3.ppt

Balance Consulting, haettu 25.2.2011. Yrityksen arvonmääritys -Malliyritys. Laadittu 1.6.2009.
http://www.balanceconsulting.fi/palvelu/download/raportit/malli_balance_arvo.pdf

Heinonen, Jarmo. Haettu 10.12.2010.
http://opko.laurea.fi/~jarhein/Tutkimussuunnitelma/Ohje/uusi_sivu_5.htm

Suomen Pankki. Haettu 10.2.2011. Artikkelit päivitetty 10.2.2011.
http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_velkapaperit_viitelainojen_korot_fi.aspx

Tilastokeskus, haettu 25.1.2011. Artikkelit päivitetty 14.1.2011.
http://www.stat.fi/artikkelit/2011/art_2011-01-14_003.html?s=4

Suomen Yrityskaupat. Haettu 25.1.2011. Artikkelit päivitetty 2.11.2010.
<http://www.yrityskaupat.net/vinkit.php?sid=583>

Suomen Yrityskaupat Oy. Haettu 25.1.2011. Artikkelin päivitetty 18.6.2008.
<http://www.yrityskaupat.net/vinkit.php?sid=459>

Yritys-Suomi. Haettu 7.8.2010. Artikkelin päivitetty 29.10.2007.
<http://www.yrityssuomi.fi/default.aspx?ContentID=8841&NodeID=15929>

Julkaisemattomat lähteet:

Helsingin OP Pankki Oyj, Yritystutkimus 14.4.2010

Omistajien haastattelu 16.1.2011

Omistajien haastattelu 23.2.2011

Kuvat

| | |
|---|----|
| Kuvio 1. Vapaan kassavirran laskelma..... | 25 |
| Kuvio 2. Case-yrityksen liikeriski, omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen | 40 |
| Kuvio 3. Case-yrityksen koko pääoman tuottovaatimus..... | 42 |
| Kuvio 4. Case-yrityksen arvo | 44 |

Taulukot ja kaavat

| | |
|---|----|
| Taulukko 1. Kannattavuus 2006-2010..... | 34 |
| Taulukko 2. Vakavaraisuus 2006-2010 | 35 |
| Taulukko 3. Maksuvalmius 2006-2010 | 35 |
| Taulukko 4. Tehokkuus 2006-2010 | 36 |
| Taulukko 5. Case-yrityksen beeta-kerroin..... | 41 |
| Taulukko 6. Vapaan kassavirran malli | 43 |
| Taulukko 7. Lisäarvomalli | 43 |
| | |
| Kaava 1. Sijoitetun pääoman tuottoprosentti | 13 |
| Kaava 2. Oman pääoman tuottoprosentti..... | 13 |
| Kaava 3. Omavaraisuusaste | 13 |
| Kaava 4. Suhteellinen velkaantuneisuus | 14 |
| Kaava 5. Nettokäyttöpääoma | 14 |
| Kaava 6. Quick ratio | 15 |
| Kaava 7. Current ratio | 15 |
| Kaava 8. Myyntisaamisten kiertoaika..... | 15 |
| Kaava 9. Ostovelkojen kiertoaika | 16 |
| Kaava 10. Vaihto-omaisuuden kiertoaika | 16 |
| Kaava 11. Capital Asset Pricing -malli..... | 18 |
| Kaava 12. Liikeriski | 19 |
| Kaava 13. Nettovelkaantuminen | 19 |
| Kaava 14. Operatiivinen velkaantuminen..... | 20 |
| Kaava 15. Koko pääoman tuottovaatimus | 21 |
| Kaava 16. Osinkoperusteinen malli | 24 |
| Kaava 17. Vapaan kassavirran malli | 25 |
| Kaava 18. Lisäarvomalli | 26 |

OIKASTU TULOSLASKELMA

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| LIIKEVAIHTO | 1 032 000 | 1 080 000 | 1 158 000 | 1 069 000 | 1 080 000 |
| Liiketoiminnan muut tuotot | | | | | |
| LIIKETOIMINNAN TUOTOT YHTEENSÄ | 1 032 000 | 1 080 000 | 1 158 000 | 1 069 000 | 1 080 000 |
| Aine- ja tarvikekäyttö | 626 000 | 580 000 | 654 000 | 542 000 | 593 000 |
| Ulkopuoliset palvelut | | | | | |
| Henkilöstökulut | 199 000 | 203 000 | 224 000 | 205 000 | 209 000 |
| Liiketoiminnan muut kulut | 256 000 | 210 000 | 229 000 | 221 000 | 217 000 |
| Valmisteveraston lisäys | | | | | |
| KÄYTTÖKATE | -49 000 | 87 000 | 51 000 | 101 000 | 61 000 |
| Suunitelman mukaiset poistot | 4 000 | 3 000 | 3 000 | 2 000 | 2 000 |
| LIIKETULOS | -53 000 | 84 000 | 48 000 | 99 000 | 59 000 |
| Tuotot pysyvien vastaavien sijoituksista | | | | | |
| Muut korko- ja rahoitustuotot | | | | | |
| Muut korko- ja rahoituskulut | 7 000 | 8 000 | 10 000 | 7 000 | 4 000 |
| Kurssierot | | | | | |
| Sijoitusten ja arvopapereiden arvonalentumukset | | | | | |
| Välittömät verot | | 7 000 | 12 000 | 26 000 | 15 000 |
| NETTOTULOS | -60 000 | 69 000 | 26 000 | 66 000 | 40 000 |
| Satunnaiset tuotot | | | | | |
| Satunnaiset kulut | | | | | 8 000 |
| KOKONAISTULOS | -60 000 | 69 000 | 26 000 | 66 000 | 32 000 |

OIKAISTU TASE

| VASTAAVAA | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| PYSYVÄT VASTAAVAT | | | | | |
| AINEETTOMAT HYÖDYKKEET YHTEENSÄ | | | | | |
| AINEELLISET HYÖDYKKEET | | | | | |
| Maa- ja vesialueet | | | | | |
| Rakennukset ja rakennelmat | | | | | |
| Koneet ja kalusto | 13 000 | 9 000 | 8 000 | 6 000 | 5 000 |
| Muut osakkeet ja osuudet | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 |
| Muut saamiset ja sijoitukset | | | | | |
| AINEELLISET HYÖDYKKEET YHTEENSÄ | 15 000 | 11 000 | 10 000 | 8 000 | 7 000 |
| Leasingvastuukanta | | | | | |
| Pysyvät vastaavat yhteensä | 15 000 | 11 000 | 10 000 | 8 000 | 7 000 |
| VAIHTUVAT VASTAAVAT | | | | | |
| Vaihto-omaisuus | | | | | |
| Aineet ja tarvikkeet | 352 000 | 452 000 | 484 000 | 532 000 | 541 000 |
| Keskeneräiset tuotteet | | | | | |
| Valmiit tuotteet/tavarat | | | | | |
| Muu vaihto-omaisuus | | | | | |
| VAIHTO-OMAISUUS YHTEENSÄ | 352 000 | 452 000 | 484 000 | 532 000 | 541 000 |
| Myyntisaamiset | 14 000 | 16 000 | 17 000 | 18 000 | 16 000 |
| Muut saamiset | 23 000 | 7 000 | 24 000 | 18 000 | 21 000 |
| LYHYTAIKAISET SAAMISET YHTEENSÄ | 37 000 | 23 000 | 41 000 | 36 000 | 37 000 |
| RAHAT JA RAHOITUSARVOPAPERIT | 4 000 | 4 000 | 5 000 | 8 000 | 3 000 |
| VASTAAVAT YHTEENSÄ | 408 000 | 490 000 | 540 000 | 584 000 | 588 000 |

| VASTATTAVAA | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| OMA PÄÄOMA | | | | | |
| Osakepääoma | 3 000 | 3 000 | 3 000 | 3 000 | 3 000 |
| Arvonkorotusrahasto | | | | | |
| Muu oma pääoma | 39 000 | 107 000 | 134 000 | 200 000 | 233 000 |
| Pääomalainat | | | | | |
| Poistoero | | | | | |
| Oman pääoman oikaisut | | | | | |
| OIKAISTU OMA PÄÄOMA YHTEENSÄ | 42 000 | 110 000 | 137 000 | 203 000 | 236 000 |
| VIERAS PÄÄOMA | | | | | |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 71 000 | 79 000 | 86 000 | 60 000 | 110 000 |
| Sisäiset velat | | | | | |
| Saadut ennakot | | | | | |
| PITKÄAIKAINEN VIERAS PÄÄOMA YHTEENSÄ | 71 000 | 79 000 | 86 000 | 60 000 | 110 000 |
| PAKOLLISET VARAUKSET | | | | | |
| LEASINGVASTUUKANTA | | | | | |
| Korolliset lyhytaikaiset velat | | 19 000 | 25 000 | 26 000 | 0 |
| Saadut ennakot | | | | | 0 |
| Ostovelat | 126 000 | 108 000 | 98 000 | 78 000 | 80 000 |
| Sisäiset ostovelat | | | | | |
| Muut sisäiset velat | | | | 57 000 | 57 000 |
| Muut korottomat lyhytaikaiset velat | 170 000 | 174 000 | 194 000 | 161 000 | 105 000 |
| LYHYTAIKAINEN VIERAS PÄÄOMA YHTEENSÄ | 296 000 | 301 000 | 317 000 | 322 000 | 242 000 |
| OIKAISTU VIERAS PÄÄOMA YHTEENSÄ | 367 000 | 380 000 | 403 000 | 382 000 | 352 000 |
| VASTATTAVAA YHTEENSÄ | 408 000 | 490 000 | 540 000 | 584 000 | 588 000 |

| | TASESUBSTANSSI 2010 | MARKKINASUBSTANSSI 02/2011 |
|----------------------------|------------------------|-------------------------------|
| OMAISUUS | | |
| Koneet ja kalusto | 5 000 | 3 000 |
| Muut osakkeet ja osuudet | 2 000 | 2 000 |
| Vaihto-omaisuus | | |
| Aineet ja tarvikkeet | 541 000 | 513 950 |
| Valmiit tuotteet / tavarat | | |
| Saamiset | | |
| Myyntisaamiset | 16 000 | 16 000 |
| Muut saamiset | 21 000 | 21 000 |
| Rahat ja pankkisaamiset | 3 000 | 3 000 |
| Omaisuuksien yhteensä | 588 000 | 558 950 |
| VELAT | | |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 110 000 | 110 000 |
| Ostovelat | 80 000 | 80 000 |
| Muut velat | 105 000 | 105 000 |
| Sisäiset velat | 57 000 | 57 000 |
| Velat yhteensä | 352 000 | 352 000 |
| SUBSTANSSIAARVO | | |
| | 236 000 | 206 950 |

| VAPAAAN KASSAVIRRAN LASKELMA | 2010 toteutunut | 2011 ennuste | 2012 ennuste | 2013 ennuste |
|----------------------------------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Liikevoitto | 59 000 | 61 950 | 65 048 | 68 300 |
| + Osuus osakkuusyhtiöistä | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Operatiiviset verot | 15 000 | 16 107 | 16 912 | 17 758 |
| - Rahoituskulujen verovaikutus | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Operatiivinen kassavirta | 44 000 | 45 843 | 48 135 | 50 542 |
| + Poistot | 2 000 | 1 000 | 2 000 | 3 000 |
| = Bruttokassavirta | 46 000 | 46 843 | 50 135 | 53 542 |
| - Muutos käyttöpääomassa | 5 000 | 2 000 | 1 000 | 1 000 |
| - Bruttoinvestoinnit | 0 | 9 000 | 13 000 | 10 000 |
| = Vapaa operatiivinen kassavirta | 41 000 | 35 843 | 36 135 | 42 542 |
| +/- Muut erät (verojen jälkeen) | -8 000 | -8 000 | -8 000 | -8 000 |
| = Vapaa kassavirta | 33 000 | 27 843 | 28 135 | 34 542 |