

KARELIA-AMMATTIKORKEAKOULU

Liiketalouden koulutusohjelma

Taneli Ikonen

PK-YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

Opinnäytetyö
Tammikuu 2015



OPINNÄYTETYÖ
Tammikuu 2015
Liiketalouden koulutusohjelma

Karjalankatu 3
80200 JOENSUU
(013) 260 6800

Tekijä
Taneli Ikonen

Nimeke
Pk-yrityksen arvonmääritys

Tiivistelmä

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on selvittää toimeksiantajayritykselle sen myyntihinta. Yritys on paikallinen keittiö- ja kodin kiintokalusteita valmistava ja myyvä listaamaton osakeyhtiö. Opinnäytetyössä tutustutaan arvonmääritysprosessiin ja arvonmääritysmalleihin, joita sovelletaan kohdeyrityksen arvon määrittämiseen. Opinnäytetyön arvonmääritys suoritetaan myyjän näkökulmasta ja kohdeyrityksen pyynnöstä tutkimuksessa ei käsitellä yrityksen ja siinä toimivien henkilöiden nimiä.

Opinnäytetyö toteutettiin kvalitatiivisena tapaustutkimuksena. Yritykseltä saadut tiedot koostuvat sen tilinpäätöstiedoista, kilpailija-analysista, toimitusjohtajan haastattelusta ja sähköpostiviesteistä. Ulkopuolisen tiedon lähteinä on käytetty alan kirjallisuutta, tutkimuksia, nettilähteitä ja tunnettujen tahojen julkaisuja.


Arvonmääritysprosessin vaiheisiin kuuluvat strateginen analyysi, tilinpäätösanalyysi, pääoman tuottovaatimusten määrittäminen ja viimeisenä yrityksen arvon määrittäminen arvonmääritysmallien avulla. Työn lopussa mallien tuottamia arvoja analysoitiin ja pohdittiin opinnäytetyössä esiin tulleita haasteita. Lopullisiksi arvonmääritysmalleiksi valikoituivat substanssiarvo, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli, sillä niiden koettiin soveltuvan parhaiten listaamattoman pk-yrityksen arvonmääritykseen. Lisäarvomallilla saatiin yrityksen alhaisin arvo, markkinasubstanssiarvon ero siihen oli +33 % ja vapaan kassavirran mallin ero +210 %. Mallit tuottivat toisistaan poikkeavat arvot. Suuri ero vapaan kassavirran mallin ja muiden mallien välillä selittyy vapaan kassavirran mallin herkkyydellä. Vapaan kassavirran malli reagoi herkästi yrityksen pääomarakenteen muutoksiin sekä pieniin virheisiin ennusteissa. Vapaan kassavirran mallin arvo muodostuu suurilta osin tulevaisuudessa, kun taas lisäarvomallin arvo ja substanssiarvo määräytyvät pitkälti yrityksen nykyisestä kirja-arvosta. Markkinasubstanssiarvoa voidaan pitää vaihtoehtoista luotettavimpana hintatasona kohdeyritykselle. On kuitenkin muistettava, että loppujen lopuksi yrityksen arvo määräytyy kauppatilanteen osapuolten yhteisymmärryksenä.

Kieli
suomi

Sivuja 48
Liitteet 1
Liitesivumäärä 1

Asiasanat

yrityskauppa, arvonmääritysprosessi, arvonmääritysmallit, pääoman tuottovaatimus, analyysi

 Karelia UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES	THESIS January 2015 Degree Programme in Business Economics Karjalankatu 3 80200 JOENSUU FINLAND +358 13 260 6800
Author (s) Taneli Ikonen	
Title The Value Determination of a Small and Medium-Sized Business	
Abstract <p>The purpose of this study is to determine the value of a company for a potential business acquisition. The client company is a non-listed business that manufactures and sells kitchen and home fixtures. First, the thesis discusses the theoretical aspects of the valuation process and valuation models, which are then applied to determine the value of the target company. In the thesis, valuation is performed from the seller's perspective. By the client company's request, all information regarding of persons' or company names is confidential.</p> <p>The thesis was carried out as a qualitative case study. The data provided by the company consist of annual reports, competitor analysis, a CEO interview and e-mails. External sources of information comprise relevant literature, research reports, online resources and other publications.</p> <p>The stages of the valuation process include strategic and financial statement analyses, definition of the requirements for the cost of capital and finally the business valuation by using valuation models. In the end, the values produced by valuation models were analysed and the challenges raised by the thesis were discussed. The net asset value, free cash flow (FCS) and value-added models were selected for the valuation, as they were considered the most appropriate for a non-listed business. The value-added model gave the lowest value for the company. In comparison, the market net asset value was +33 % and the value produced by the free cash flow model +210 %. The notable difference between the free cash flow model and the other models can be explained by the sensitivity of the free cash flow model. In addition, the value in the free cash flow model is determined on the basis of the future situation, while the market net asset value and value-added models largely determine the company's current book value. The market net asset value was regarded as the most reliable price for the company. However, in the end, the company's value is determined in the trade agreement between the buyer and the seller.</p>	
Language Finnish	Pages 48 Appendices 1 Pages of Appendices 1
Keywords acquisition, valuation process, valuation models, cost of capital, analysis	

Sisältö

1	Johdanto	5
1.1	Tutkimuksen taustaa	5
1.2	Opinnäytetyön tavoitteet ja rajaukset	6
1.3	Tutkimusmenetelmät ja tutkimuksen rakenne	7
2	Arvonmäärityksen perusteet	8
2.1	Strateginen analyysi	10
2.2	Tilinpäätöksen analysointi	11
2.2.1	Kannattavuuden tunnusluvut	12
2.2.2	Vakavaraisuuden tunnusluvut	14
2.2.3	Maksuvalmiuden tunnusluvut	15
2.2.4	Kiertoaikaluvut	17
2.2.5	Trendianalyysi ja prosenttilukumuotoinen tilinpäätös	18
2.3	Tulevan kehityksen ennakointi	18
2.4	Due diligence yrityskaupan osana	19
3	Pääoman tuottovaatimus ja arvonmääritysmallit	20
3.1	Vieraan pääoman tuottovaatimus	21
3.2	Oman pääoman tuottovaatimus	21
3.3	Koko pääoman tuottovaatimus	23
3.4	Arvonmääritysmallit	23
3.4.1	Substanssiarvo	24
3.4.2	Osinkoperusteinen malli	25
3.4.3	Vapaan kassavirran malli	25
3.4.4	Lisäarvomalli	27
4	Kohdeyrityksen arvonmääritys	28
4.1	Kohdeyrityksen esittely	29
4.2	Strateginen analyysi	29
4.2.1	Rakenneanalyysi	30
4.2.2	Kilpailukykyanalyysi	30
4.2.3	Toimiala-analyysi	31
4.3	Tilinpäätösanalyysi	32
4.3.1	Kannattavuus	33
4.3.2	Vakavaraisuus	34
4.3.3	Maksuvalmius ja tehokkuus	35
4.4	Pääoman tuottovaatimusten määrittäminen	36
4.5	Yrityksen arvon määrittäminen	38
4.5.1	Substanssiarvo	38
4.5.2	Vapaan kassavirran malli	39
4.5.3	Lisäarvomalli	41
5	Johtopäätökset	42
5.1	Tulosten analysointi	42
5.2	Tavoitteiden toteutuminen ja haasteet	44
	Lähteet	47

Liite 1 Haastattelukysymykset

1 Johdanto

Yrityksen arvonmäärityksestä on tullut yksi keskeisimmistä liiketalouden kysymyksistä markkinataloudessa. Yritysten arvoihin ottavat kantaa muun muassa sijoituspäätöksiä tekevät ammattimaiset ja yksityiset oman pääoman sijoittajat, vieraan pääoman rahoittajat, yrityskauppoja järjestelevät omistajat ja omien osakkeiden ostoa harkitsevat yritykset. Nykyaikaisen arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella, mutta ennen kaikkea myös tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. (Kallunki & Niemelä 2007, 9–13.)

1.1 Tutkimuksen taustaa

Yritykset toimivat nykyään nopeasti muuttuvilla markkinoilla ja muutosvauhdilla on ollut suuri vaikutus niiden toimintaan. Yritykselle on hyvin harvinaista säilyttää markkina-asemansa vuodesta toiseen, eikä siihen tarvitsekaan tähdätä. Yritykset muuttuvat, laajentuvat tai lopettavat toimintansa vallitsevan talouden mukaan. Tämän jatkuvan muutoksen seurauksena yritysostajista, myyjistä ja valtaajista on tullut osa liike-elämää. Kilpailun tuoma paine ja yhä useammin vaihtuva lainsäädäntö tekevät yrityksen ostamisesta sekä myymisestä houkuttelevaa. Kun yksi yritys poistuu markkinoilta, niin kilpailu vähenee ja ostaja taas kasvattaa markkinaosuuttaan ja hyötyy kaupan tuomista mitta-kaavaeduista. Syitä yrityskauppoihin voi olla muitakin. Ostamalla yrityksen voi välttää kokonaan uuden aloittavan yrityksen riskit, ostaa itsellensä työpaikan tai luoda uutta yritysyhteistyötä. Yritys voidaan myydä realisointia varten omistajan eläköityessä tai yrityksen tullessa kapasiteettinsa rajoille. (Uphill & McMillan 2007, 7–8.)

Tilastokeskuksen Työvoimatutkimuksen 2012 tiedon mukaan Suomessa oli 77 400 vähintään 55 - 74 vuotiasta yrittäjää. Suomessa yrittäjät ovat hieman vanhempia verrattuna EU-maiden kollegoihinsa. Valtaosa näiden ikääntyvien yrittäjien liiketoiminnasta on kannattavaa ja elinvoimaista liiketoimintaa. (Yrittäjäyyskatsaus 2012.)

Suomen yrittäjien vähintään 55-vuotiailta jäseniltä kysyttiin vuoden 2012 kesällä, mitä heidän yrityksilleen tapahtuu heidän itse luovuttua liiketoiminnasta. Vastauksia saatiin

2843 kappaletta. Vastaajista 38 % uskoo myyvänsä yrityksen ulkopuoliselle ja 28 % uskoi yritystoiminnan loppuvan kokonaan. Viidennes vastaajista arvioi löytävänsä jatkajan perheen sisältä. Joka kymmenes vastaaja arvioi, että yrityksen muut omistajat jatkavat toimintaa. (Rantanen 2012, 5.) Uusista yrityksistä 57 % lopettaa toimintansa ensimmäisen viiden vuoden aikana. Tämän takia on tärkeää, että jo toimintansa vakiinnuttaneet ja kannattavat yritykset löytävät toiminnalleen jatkajan joko oman perheen sisältä tai kokonaan ulkopuolisen ostajan. Onnistuneen yrityskaupan edellytyksenä on monipuolinen ja tarkka yrityksen arvonmääritys. (Omistajanvaihdosbarometri 2012.)

1.2 Opinnäytetyön tavoitteet ja rajaukset

Tämän opinnäytetyön päätavoitteena on määrittää kohdeyritykselle euromääräinen arvo yrityskauppatilannetta varten. Opinnäytetyö antaa yrittäjälle kuvan siitä, minkä arvoinen yritys on ja mistä pk-yrityksen arvo muodostuu. Opinnäytetyön tavoitteena on myös antaa yritykselle kuva sen nykyisestä tilanteesta sekä esittää arvioita sen tulevasta kehityksestä. Yritys voi käyttää opinnäytetyötä apuna tulevaisuuden mahdollisessa kauppatilanteessa.

Opinnäytetyölle asetettu päätavoite voidaan jakaa alatavoitteisiin, jotka ovat

- yrityksen arvon laskeminen erilaisilla arvonmääritysmalleilla ja mallien eroavuuksien analysointi
- yrityksen hinnan määrittäminen siten, että se luo mahdollisimman hyvän perustan maksettavalle kauppasummalle
- yrityksen sekä toimialan tulevan kehityksen arviointi.

Yrityksen arvo määritetään laskennallisesti, eikä yrityskaupprosessia tai muuta yrityskauppaan liittyviä asioita, kuten verotusta, oteta case-työssä huomioon. Yrityksen arvo on laskettu kolmella sille parhaiten soveltuvalla arvonmääritysmallilla, joita ovat substanssiarvo, kassavirtaperusteinen malli ja lisäarvomalli.

Kohdeyritys on suomalainen listaamaton pk-yritys. Yrityksen myynti ei ole vielä ajankohtaista muutamaan vuoteen, mutta yritystä on aiemmin lähestytty ostoaikeissa. Opinnäytetyö on tehty myyjän perspektiivistä, ja kohdeyrityksen pyynnöstä opinnäytetyö on toteutettu siten, ettei yrityksen tai sen toimitusjohtajan nimeä mainita.

1.3 Tutkimusmenetelmät ja tutkimuksen rakenne

Tämä opinnäytetyö toteutetaan kvalitatiivisena tutkimuksena. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa kohdetta pyritään tutkimaan mahdollisimman kokonaisvaltaisesti ja käsiteltävä aineisto kootaan luonnollisissa ja todellisissa tilanteissa. Kvalitatiivinen tutkimus suosii ihmistä tiedon keruun instrumenttina. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 164.) Opinnäytetyön tutkimusstrategia on yksittäiseen yritykseen kohdistuva tapaustutkimus. Tapaustutkimuksessa eli case-studyssa pyritään keräämään tietoa yksittäisestä tapauksesta tai joukosta tapauksia. Tutkimuksen kohteena voi olla yksilö, ryhmä tai yhteisö. Tapaustutkimuksessa aineistoa kerätään useita eri metodeja käyttämällä, muun muassa havainnoiden, haastatteluin ja dokumentteja tutkien. (Hirsjärvi ym. 2009, 134–135.)

Opinnäytetyöhön valitut tutkimusmenetelmät ovat havainnointi, dokumenttien tutkinta ja teemahaastattelu. Teemahaastattelu on lomake- ja avoimen haastattelun välimuoto. Tyypillistä teemahaastattelussa on se, että haastattelun aihepiirit eli teemat, ovat tiedossa. Kysymysten tarkka muoto ja järjestys puuttuvat. (Hirsjärvi ym. 2009, 134–135.)

Työssä käytetyn ulkopuolisen tiedon lähteenä on käytetty alan kirjallisuutta, tutkimuksia, nettiartikkeleita ja tunnettujen tahojen julkaisuja. Osa ulkopuolisista tiedoista on englanninkielisistä lähteistä. Yritykseltä saadut tiedot koostuvat sen viime vuosien tilinpäätöstiedoista, kilpailija-analyysistä, yrityksen toimitusjohtajan antamasta haastattelusta sekä sähköpostiviesteistä. Haastattelu toteutettiin marraskuussa 2014.

Opinnäytetyö koostuu kahdesta osasta: teoriaosuudesta ja toiminnallisesta osiosta. Ensimmäiseksi työn teoriaosuudessa esitellään mitä ovat arvonmäärityksen perusteet ja mitä kaikkea arvonmääritykseen liittyy. Tämän jälkeen käydään teoriatasolla läpi erilaisia keinoja, jotka johtavat monipuoliseen ja onnistuneeseen arvonmääritykseen. Ensin esitellään strateginen analyysi ja sen kolme eri vaihetta. Seuraavaksi on käsitelty tilinpäätösanalyysi ja siihen liittyvät tunnusluvut. Tilinpäätösanalyysin jälkeen tarkastellaan tulevan kehityksen ennakoimista ja due diligencen merkitystä yrityskaupassa. Lopuksi teoriaosuudessa esitellään työn kannalta tärkeimmät osiot: pääoman tuottovaatimukset ja neljä erilaista arvonmääritysmallia.

Teoriaosuuden jälkeen siirrytään työn toiminnalliseen osioon, kohdeyrityksen arvonmääritykseen. Ensiksi toiminnallisessa osiossa on kuvailtu kohdeyritys ja sen toimintaa. Yrityksen esittelyn jälkeen edetään strategiseen analyysiin ja tutkitaan sen avulla saadut tulokset. Seuraavaksi suoritetaan tilinpäätösanalyysi, jossa on kiinnitetty huomiota yrityksen kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen. Tilinpäätösanalyysin jälkeen esitellään saadut pääoman tuottovaatimukset, joita sovelletaan sittemmin seuraavan kappaleen arvonmääritysmalleissa. Opinnäytetyön loppupuolella esitellään yritykselle saadut euromääräiset hinnat, kerrotaan perustelut hintojen muodostumiselle ja käsitellään mallien tuottamien eroavaisuuksien syitä. Viimeisenä työssä esitellään johdopäätökset. Tämän työn kannalta keskeisimpiä käsitteitä ovat arvonmääritysprosessi, arvonmääritysmalli, pääoman tuottovaatimus, strateginen analyysi ja tilinpäätösanalyysi.

2 Arvonmäärityksen perusteet

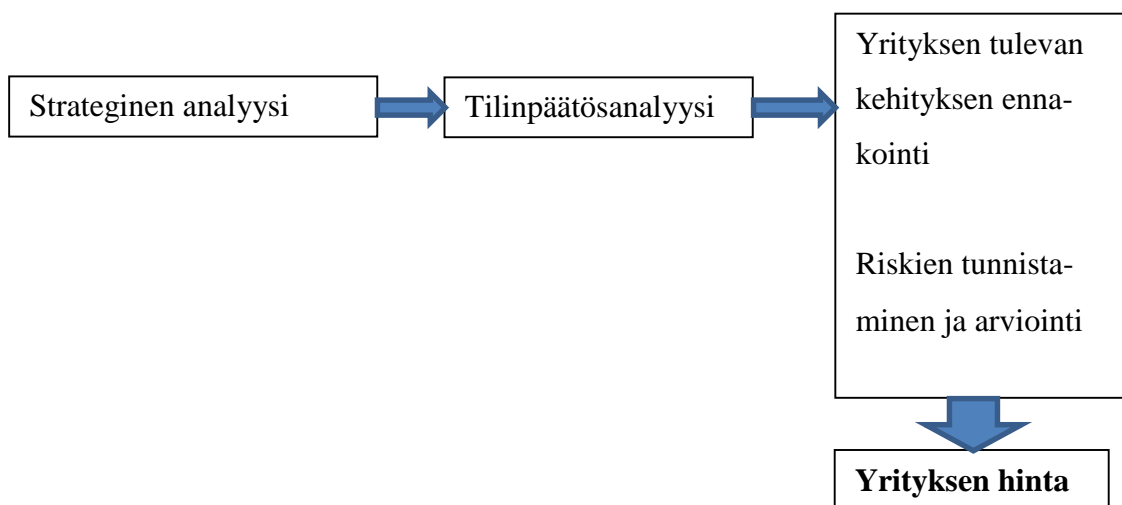
Yrityksen arvon määrittäminen on hyvin keskeinen taloudellisten analyysien kohde. Yrityskaupat ovat helppo tapa lisätä tai tuhota yrityksen arvoa. Tästä syystä yrityskauppaprosessin merkittävin vaihe on arvonmäärityksen toteuttaminen järkevän kauppahinnan arvioimiseksi. Arvonmäärityksen luotettavuuteen on kiinnitettävä erityistä huomiota, sillä kauppa on suuri investointi ostajalle. Suuren investoinnin vuoksi yrityksen ostaja tarvitsee syvällisen ja monipuolisen arvonmäärityksen ostopäätöksen tueksi. Samanlainen tarve on myös myyjällä. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, 71.)

Usein myyjällä ja ostajalla on yrityksen hinnasta täysin toisistaan poikkeavat näkemykset. Yritystään myyvä yrittäjä arvostaa yrityksensä hinnan epärealistisen korkeaksi lopulliseen hintaan nähden, kun taas ostaja tarjoaa myyjän mielestä liian alhaisen hinnan. (Steffan 2008, 208.) Yrityskaupoissa arvonmäärityksen tärkein tehtävä on luoda perusta maksettavalle kauppahinnalle. Kauppahinta voi olla monesta eri syystä joko matalampi tai korkeampi kuin ostettavan yrityksen stand-alone-arvo (arvo ilman yrityskaupassa syntyviä hyötyjä). Esimerkiksi synergian tuoma etu voi nostaa yrityksen arvoa ja huo-

nosti hoidettu kauppaneuvottelu taas laskea sitä. (Katramo ym. 2011, 71; Uphill & McMillan 2007, 43.)

Yrityskauppa voidaan tehdä joko liiketoiminta- tai osakekauppana. Liiketoimintakaupassa ostaja muodostaa uuden yrityksen, joka ostaa myytävän yrityksen liiketoiminnan. Liiketoimintakauppaan voi kuulua myytävän yrityksen nimi, henkilöstö, koneet ja tilat. Myytävän yrityksen taloudelliset ja juridiset vastuut eivät siirry ostajayritykselle. Osakekaupassa ostaja sitoutuu ostamaan kohdeyrityksen osakkeet tai osake-enemmistön. Osakekaupassa myytävän yrityksen taloudelliset ja juridiset vastuut pysyvät voimassa. (Finnvera 2014.) Liiketoimintakauppa on usein ostajalle helpompi ja turvallisempi kauppamuoto. Ostaja ostaa vain sovitut taseen liiketoimintaerät, mahdolliset epävarmat tai liiketoiminnan kannalta tarpeettomat erät voi jättää myyjäyhtiöön. Liiketoiminnan ostaessaan ostaja vastaa vain yrityksen tulevaisuudesta ja riskit ovat rajoitettu. (Kess 2011, 59.)

Yrityksen arvon määrittely jaetaan kolmeen eri vaiheeseen. Kaikki kolme vaihetta on käytävä läpi, jotta päästään hyvään lopputulokseen. Ensimmäisessä vaiheessa on yrityksen strategian analyysi ja tarkistaminen. Toisessa vaiheessa tehdään tilinpäätösanalyysi ja tunnuslukujen tarkastelu. Kolmannessa vaiheessa ennakoitaan yrityksen tulevaa kehitystä, minkä yhteydessä arvioidaan myös yritystoimintaan liittyvät riskit ja niiden merkittävyys. (Vilkkumaa 2010, 89.) Alla on kuvattu yrityksen hinnanmäärittämisprosessin vaiheet.

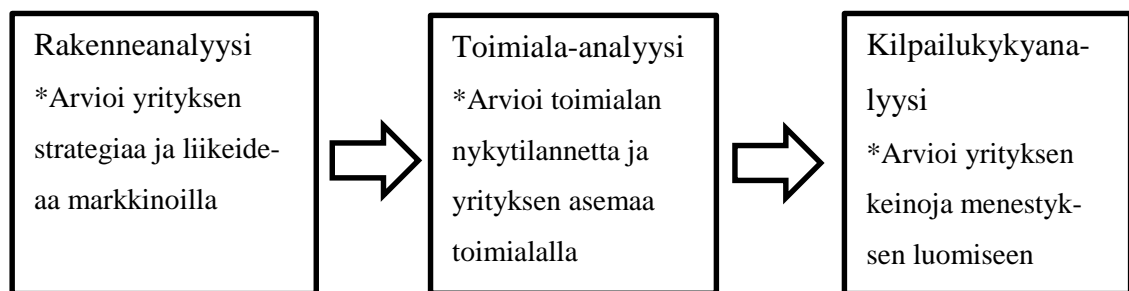


Kuvio 1. Yrityksen hinnan määrittämisprosessi (Vilkkumaa 2010, 89.)

2.1 Strateginen analyysi

Yrityksen strategian analysointi on arvonmäärityksen tärkein aihe. (Vilkkumaa 2010, 90). Odotukset tuotosta ja riskistä toimivat lähtökohtana yrityksen liiketoimintastrategialle. Jotta ostettavasta kohteesta saa syvällisen ymmärryksen, sen liiketoiminta ja strategia on analysoitava tarkasti. Strategisen analyysin, kuten koko yrityksen arvonmäärityksen, tarkoitus on arvioida miten yritys voi tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajille strategisilla valinnoillaan. Arvioitaessa yrityksen taloudellisen menestyksen tekijöitä strategisen analyysin avulla on hyvin olennaista keskittyä pitkän aikavälin näkymiin. Yritys voi tehdä lyhyellä aikavälillä strategisesti hyviä valintoja, mutta ne voivat tuhota yrityksen arvoa pidemmällä aikavälillä, jos pitkän aikavälin vaikutuksia ei ole mietitty. (Katramo ym. 2011, 80–81; Hyöty 2011, 11–15.)

Strategisen analyysin pyrkimyksenä on tunnistaa yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät, esimerkiksi markkinoiden ja tuotealueiden koko, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohton valinnat. Analyysissä huomioidaan myös yrityksen keskeiset riskitekijät. Syvällisempi, numerotietoihin perustuva analyysi toteutetaan yleensä vasta strategisen analyysin jälkeen. (Kallunki & Niemelä 2007, 26–27.) Kuvio 2 esittelee miten strateginen analyysi voidaan käydä vaihe vaiheelta läpi.



Kuvio 2. Strategisen analyysin vaiheet (Hyöty 2011, 43.)

Yksi keino arvioida yrityksen pitkän aikavälin kasvu- ja riskinäkymiä on jakaa strategia-analyysi esimerkiksi kilpailukyky-, rakenne- ja toimiala-analyysiin. Rakenneanalyysillä pyritään arvioimaan yrityksen sopeutumista muuttuvaan ympäristöön. Rakenneanalyysin perusteella yritys voi tehdä muutoksia rakenteessaan, kuten yritysostoja, tai suunnata liiketoimintaa tiettyihin tuotevalikoimiin. Rakennemuutoksia toteutetaan ympäristössä tapahtuvien muutosten seurauksena tai jo ennen muutosta. Tuotteen valmis-

tuskustannusten lasku, kuluttajien mieltymysten muuttuminen tai liiketoiminnan kilpailukyvyyn heikkeneminen ovat esimerkkejä toimintaympäristön muutoksista. Toimintaympäristössä tapahtuvaa muutosta voidaan seurata tutkimalla kysynnän ja tarjonnan suhdetta alalla tai hintojen kehittymistä. (Porter 1985, 16–18; Hyöty 2011, 43.)

Toimiala-analyysi arvioi toimialan kilpailukykyä suhteessa toisiin toimialoihin. Lisäksi analyysissä huomioidaan toimialan sisäinen kilpailutilanne. Toimialojen välisessä vertailussa otetaan myös huomioon toimialojen syklisyys. Tämä tarkoittaa sitä miten herkästi yritysten taloudellinen tila heilahtelee eri toimialoilla kansantaloudellisten muutosten seurauksena. (Katramo ym. 2011, 83.)

Kilpailukykyanalyysi on osa yrityksen sisäistä analysointia. Erilaisia tutkittavia kohteita on paljon. Kilpailukykyanalyysin tavoitteena on tutkia muun muassa tuotteiden laatua ja ominaisuuksia, tuotekehitystä, tuotteiden elinkaarta ja hinnoittelua, jakelukanavia, asiakaspalvelua ja markkinointia. (Kallunki & Niemelä 2007, 25–27.)

2.2 Tilinpäätöksen analysointi

Strategisen analyysin jälkeen siirrytään tilinpäätöstietojen arviointiin. Tilinpäätöstietojen avulla pyritään selvittämään muun muassa yrityksen kannattavuus sekä rahoitus- ja varallisuusasema (Kallunki & Niemelä 2007, 32). Tilinpäätöksen keskeiset osat ovat tuloslaskelma ja tase. Tuloslaskelman tärkein tehtävä on selvittää tilikaudelta saatu jakokelpoinen voitto. Tuloslaskelma antaa myös yrityksen sidosryhmille informaatiota yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä kuluneen tilikauden aikana. Taseessa taas näkyy yrityksen koko omaisuus ja siitä selviää miten yritystoiminta on rahoitettu. Näiden lisäksi tilinpäätökseen voi kuulua lukuisa joukko liitetietoja, joissa tarkennetaan tuloslaskelmassa ja taseessa esiintyviä eriä, tai annetaan niistä vaadittuja lisätietoja. (Niskanen & Niskanen 2003, 17–18.)

Yleensä tilinpäätösanalyysissä tilinpäätöksen sisältämä tieto yrityksen taloudellisesta tilanteesta esitetään tunnuslukujen muodossa. Tunnusluvut lasketaan jakamalla tuloslaskelman tai taseen erä jollakin toisella toiminnan laajuutta mittaavalla erällä. Yleisimmät käytössä olevat tunnusluvut tarkastelevat yrityksen kannattavuutta, maksuval-

miutta ja vakavaraisuutta. Kaikkia tunnuslukuja ei kuitenkaan kannata käyttää yhtä aikaa, vaan yrityskaupassa on valittava ne tunnusluvut jotka omasta mielestä soveltuvat parhaiten yrityksen arvon määrittelyyn. (Katramo ym. 2011, 85; Vilkkumaa 2010, 44.)

Yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätösten sisältöön harkinnanvaraisilla kirjauksilla. Jotta yritysten tilinpäätöksistä saataisiin vertailukelpoisia, ne on oikaistava vastaamaan yrityksen todellista taloudellista tilaa. Taseen oikaisussa pyritään löytämään niin sanottu puhdas operatiivinen kassavirta erottelemalla tilinpäätöksestä esimerkiksi epävarmoja saamisia tai ylisuuria poistoja (Katramo ym. 2011, 83–84). Julkisesti listattujen yritysten tilinpäätökset ovat usein hyvin vertailukelpoisia, mutta listaamattomilla yrityksillä tuloslaskelman ja taseen oikaisu voi olla tarpeellinen toimenpide (Kallunki & Niemelä 2007, 32).

2.2.1 Kannattavuuden tunnusluvut

Yrityksen kannattavuus tarkoittaa yrityksen kykyä tuottaa liiketoiminnallaan tuloja enemmän kuin tulojen hankkimiseksi on ollut menoja. Tulot ja menot vaihtelevat investointien ajoittumisen ja suhdannevaihtelujen mukaan, joten kannattavuus mielletään yleensä yrityksen pitkän aikavälin tulontuottamiskyvyksi. Kannattavuutta tarkastellaan jakamalla yrityksen tilikauden tuotot yritystoiminnan sitoman pääoman määrällä. Näin voidaan verrata erikokoistenkin yritysten kannattavuutta. Kannattavuutta voidaan tarkastella myös sijoittajien näkökulmasta laskemalla kannattavuuden tunnuslukuja käyttäen eri pääomalajeja, kuten omaa pääomaa tai vierasta pääomaa. (Kallunki & Kytönen 2007, 74; Balance consulting 2014.) Seuraavaksi on esitelty neljä erilaista kannattavuuden tunnuslukua.

Käyttökateprosentti ilmoittaa yrityksen liiketoiminnan tuloksen ennen poistoja ja rahoituseriä. Käyttökateprosenttia tulisi verrata vain saman toimialan yritysten kesken. Käyttökateprosentille ei ole tavoitearvoa, joka pätsisi yleisesti. Käyttökateprosentin riittävyttä arvioidessa on otettava toimialan lisäksi huomioon aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden poistovaatimukset ja vieraan pääoman rahoituskulujen määrä. (Yritystutkimus 2011, 60–61.)

$$\text{Käyttökate-\%} = \frac{\text{Käyttökate}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100$$

Yritystutkimus (2011) antaa käyttökateprosentille toimialoittain seuraavat vaihteluvälit:

teollisuus	5 - 20 %
kauppa	2 - 10 %
palvelu	5 - 15 %

Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROI) mittaa suhteellista kannattavuutta. Sijoitettu pääoma tarkoittaa omaa pääomaa lisättynä sijoitetulla korollisella vieraalla pääomalla. Se ilmoittaa millaista tuottoa on saatu yritykseen sijoitetulla, korkoa tai muuta tuottoa vaativalle pääomalle. Suuret investoinnit ja arvonkorotukset voivat aiheuttaa tulkintavaikeuksia tunnusluvun kehityksen arvioinnissa. (Yritystutkimus 2011, 64–65.) Tunnusluku on paljon analyytikoiden käyttämä sen ennustettavuuden vuoksi (Harrison & Horngren 2008, 590).

$$\text{ROI} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12kk)}}{\text{Sijoitettu pääoma keskimäärin tilikaudella}} \times 100$$

Hyvällä kannattavuustasolla toimivan yrityksen ROI:n tulisi nousta selvästi lainakorkoja suuremmaksi. Kauppalehden Balance consulting (2014) tarjoaa seuraavat viitteelliset normiarvot ROI-luvulle.

erinomainen	15 %
hyvä	10 – 15 %
tydyttävä	6 – 10 %
välttävä	3 – 6 %
heikko	alle 3 %

Nettotulosta luonnehditaan yrityksen varsinaisen toiminnan tuloksena. Käytännössä nettotulos on yrityksen omistajille jäävä osuus tilikauden tuloksesta. Se toimii useimmiten myös voitonjakopäätösten pohjana. Positiivinen nettotulos kertoo yrityksen kyvystä selviytyä liiketoiminnallaan lainojen koroista sekä käyttöpääoman ja investointien oma-

rahoituksesta. Nettotulosprosentti luku soveltuu hyvin eri toimialojen yritysten keskinäiseen vertailuun. (Balance consulting 2014.) Nettotulosprosentti voidaan laskea seuraavasti:

$$\text{Nettotulos-\%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liikevaihto}} \times 100$$

2.2.2 Vakavaraisuuden tunnusluvut

Vakavaraisuuden tunnusluvut kertovat yrityksen mahdollisuuksista suoriutua sitoumuksistaan (kuten veloista) pitkällä aikavälillä. Käytännössä tunnusluvut ilmaisevat yleensä yrityksen pääomarakennetta, eli oman ja vieraan pääoman suhdetta. Yritystä pidetään vakavaraisena kun pääomaa on niin paljon, että vieraan pääoman rahoituksesta syntyvät korkomaksut kyetään pitemmällä aikavälillä hoitamaan myös taloudellisesti huonoina aikoina ilman, että liiketoiminnan jatkuvuus vaarantuu. (Yritystutkimus 2011, 130.)

Omavaraisuusaste tarkastelee yrityksen vakavaraisuutta, tappionsietokykyä ja kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitemmällä aikavälillä. Omavaraisuusaste on toimialasta riippumaton, joten sen hyödyntäminen on järkevää myös eri yritysten ja eri toimialojen vertailussa (Vilkkumaa 2010, 50). Henkilöyhtiöiden kohdalla tasetiedoista laskettu omavaraisuusasteluku ei ole riittävä, vaan rahoitusrakennetta arvioitaessa on otettava myös huomioon henkilökohtaisessa vastuussa olevien omistajien yksityiset varat ja velat. (Yritystutkimus 2011, 66.)

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen loppusumma – saadut ennakot}} \times 100$$

Yritystutkimus (2011) antaa omavaraisuusasteelle seuraavat ohjeavot:

hyvä	yli 40 %
tydyttävä	20 – 40 %
heikko	alle 20 %

Nettovelkaantumisaste, eli gearing-luku, on paljon käytetty vakavaraisuuden tunnusluku. Gearing-tunnusluku osoittaa, kuinka pitkälle yrityksen likvidit varat riittävät korollisten velkojen maksuun ja lisäksi sitä, riittääkö oma pääoma tämän jälkeen vieraan pääoman poismaksuun. Mikäli yrityksellä on rahoitusarvopapereita, ne otetaan huomioon vähentämällä niiden euromäärä korollisesta vieraasta pääomasta. Hyvänä tavoitearvona tunnusluvulle pidetään arvoa yksi. Jos tunnusluvun arvo on yli yksi, on nettovelkaantumisaste ainoastaan tyydyttävällä tasolla. (Vilkkumaa 2010, 51.)

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma – rahat ja pankkisaamiset}}{\text{Taseen oma pääoma}}$$

2.2.3 Maksuvalmiuden tunnusluvut

Maksuvalmius eli likviditeetti kertoo yrityksen kyvystä hoitaa lyhytaikaiset maksusitoumuksensa niiden erääntyessä. Määritelmän mukaisesti maksuvalmius kuvaa yrityksen lyhyen aikavälin rahoituksen riittävyyttä. Kun maksuvalmius on riittävällä tasolla, on yrityksellä aina tarpeeksi kassavaroja tai muuta nopeasti rahaksi muutettavaa omaisuutta maksuvelvoitteidensa hoitamiseksi. Huono maksuvalmius voi johtaa kalliin lyhytaikaisen lisävelan ottamiseen ja viivästyskorkokuluihin. Korkea maksuvalmius toisaalta voi sitoa yrityksen omaisuutta huonosti tuottavaan kassareserviin. Tämän vuoksi korkea maksuvalmius ei ole suositeltavaa. (Kallunki & Kytönen 2007, 84.) Seuraavaksi esitellään kolme yleisintä maksuvalmiutta mittaavaa tunnuslukua, jotka ovat quick ratio, current ratio ja nettokäyttöpääomaprocentti.

Quick ratio mittaa yrityksen mahdollisuutta selviytyä lyhytaikaisista veloistaan pelkällä rahoitusomaisuudellaan (Yritystutkimus 2011, 66). Tunnusluvun osoittajasta on eliminoitu varastot, koska ne eivät ole välttämättä kovin helposti ja nopeasti realisoitavissa lyhytaikaisten velkojen maksamista varten (Niskanen 2003, 120).

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus – osatuloutuksen saamiset}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma – lyhytaikaiset saadut ennakot}}$$

Yritystutkimus (2011) antaa quick ratiolle seuraavat ohjearvot:

hyvä	yli 1
tydyttävä	0,5 – 1
heikko	alle 0,5

Current ratiossa maksuvalmiuden tarkasteluperspektiivi on jonkin verran pidempi. Tunnusluvussa huomioidaan myös vaihto-omaisuuden realisoinnin mahdollisuus lyhytaikaisten velvoitteiden selvittämiseksi (Yritystutkimus 2011, 71–72). Jatkuvasti kasvava current ratio tunnusluku kertoo yrityksen yhä paremmasta rahoitusasemasta (Harrison & Horngren 2008, 157). Quick ja current ration heikkous on siinä, että ne kertovat yrityksen maksuvalmiuden taseen laatimispäivänä. Siten ne eivät esimerkiksi kerro, miten maksuvalmius on vaihdellut tilikauden aikana. Tämä tekee tunnusluvuista helposti manipuloitavia. (Niskanen & Niskanen 2003, 121.)

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

Yritystutkimus (2011) antaa current ratiolle seuraavat ohjearvot:

hyvä	yli 2
tydyttävä	1 – 2
heikko	alle 1

Kolmas maksuvalmiutta mittaava tunnusluku on nettokäyttöpääomaprocentti. Nettokäyttöpääomaprocentti kuvaa, kuinka suuri osa yrityksen rahoitus- ja vaihto-omaisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla ja pitkäaikaisella vieraalla pääomalla. Kaavassa käytetty nettokäyttöpääoma saadaan vähentämällä vaihtuvista vastaavista lyhytaikaiset velat. (Kallunki & Kytönen 2007, 83.)

$$\text{Nettokäyttöpääoma- \%} = \frac{\text{Nettokäyttöpääoma}}{\text{Liikevaihto}} \times 100$$

2.2.4 Kiertoaikaluvut

Yrityksen maksuvalmiutta mittaavien tunnuslukujen rinnalla käytetään tiheästi myös käyttöpääoman kiertoaikalukuja. Yrityksen tulorahoituksen suuruus on tärkeää, sillä sen ollessa riittävä yritys pystyy maksamaan lyhytvaikutteiset menonsa kokonaan sen turvin. Tulorahoituksen riittävyyteen vaikuttaa suoritteiden myynnistä saatujen tulojen ja ostamisesta aiheutuneiden menojen kertymisajat. Mitä nopeammin yritys saa kerättyä asiakkailta myyntisaamiset kassaan, sitä parempi on tulorahoituksen riittävyys. Kiertoaikaluvuista käytetään myös nimeä tehokkuusluvut, koska yritys voi toimintaansa tehostamalla lyhentää tulojen kertymisaikaa ja kasvattaa menojen kertymisaikaa. (Kallunki & Kytönen 2007, 88.)

Asiakkaat ostavat yrityksen tuotteita yleensä ennalta määrätyllä maksuajalla. Tämän ajan myyntitulot ovat myyntisaamisia ja yritys saa myyntitulot kassaan vasta asiakkaan maksettua laskun. Myyntisaamisten kiertoaika kuvaa, kuinka monen vuorokauden kulluttua myyntitulot keskimäärin kertyvät kassaan. Jos yritys haluaa lyhentää myyntisaamisten kiertoaikaa, se voi lisätä käteismyyntiä, tiukentaa maksuehtoja, tehostaa perintätoimia tai myydä saamiset factoring-yhtiölle. (Kallunki & Kytönen 2007, 89.) Myyntisaamisten kiertoajan voi laskea seuraavalla kaavalla.

$$\text{Myyntisaamisten kiertoaika} = \frac{365 \times (\text{Myyntisaamiset} + \text{sisäiset myyntisaamiset})}{\text{Liikevaihto (12 kk)}}$$

Ostovelkojen kiertoaika kertoo, kuinka paljon maksuaikaa keskimäärin yritys on käyttänyt ostovelkojensa maksuun. Kiertoaikoja voivat pidentää taseen ostovelkoihin sisältyvät liiketoiminnan investointi- ja muista menoista aiheutuneet laskut. (Yritystutkimus 2011, 69–70.)

$$\text{Ostovelkojen kiertoaika} = \frac{365 \times (\text{Ostovelat} + \text{sisäiset ostovelat})}{\text{Ostot} + \text{ulkopuoliset palvelut (12 kk)}}$$

2.2.5 Trendianalyysi ja prosenttilukumuotoinen tilinpäätös

Tilinpäätöksen eriä on myös mahdollista analysoida prosenttilukumuotoisella tilinpäätöksellä. Tämä tarkoittaa sitä, että tuloslaskelman erät suhteutetaan liikevaihtoon ja taseen erät taseen loppusummaan. Prosenttimuotoisella tilinpäätöksellä voidaan arvioida esimerkiksi miten eri kustannuserät kehittyvät suhteessa liikevaihtoon. Sitä on mahdollista käyttää vertailtaessa hyvinkin erilaisten yritysten kustannus- ja taserakenteita. Prosenttilukumuotoinen tilinpäätös antaa tilinpäätöksen analysoijalle arvokasta tietoa yrityksen tuloslaskelman ja taseen rakenteesta ja tilinpäätöksen erien kehittymisestä vuodesta toiseen. (Niskanen & Niskanen 2003, 87–90.)

Trendianalyysi pyrkii tarkastelemaan tilinpäätöksen erien ajallista kehitystä. Trendianalyysia varten on ensin laadittava usealta vuodelta prosenttilukumuotoinen tilinpäätös. Tämä tehdään siten, että erä kerrallaan kunkin erän varhaisimman vuoden arvoksi asetetaan 100 ja erän myöhempiä vuosina toteutuvia arvoja verrataan tähän perusvuoteen. Trendianalyysi soveltuu hyvin yhden yrityksen peräkkäisten vuosien tilinpäätösten vertailuun. (Niskanen & Niskanen 2003, 96–102.)

2.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Yrityksen tulevan kehityksen ennakoinnilla on arvonmäärityksessä keskeinen rooli. Tulevaisuuden ennakointi voi perustua yrityksen sisäisiin arvioihin ja ennusteisiin sen tulevista myynneistä, tuloksen kehittymisestä tai rahoituksen riittävydestä. Nämä sisäiset yksityiskohtiin tarkemmin syventyvät tiedot eivät kuitenkaan ole julkisia ja siksi hyvin usein arvonmääritys tehdään ulkopuolisen tiedon varassa. Yrityksen ulkopuolista tietoa voi kerätä toimiala-analyyseistä, kansantalouden ennusteista, tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista ja muista mahdollisista lähteistä. Mitä paremmin ennakointi ja tilinpäätöksen analysointi on tehty, sitä varmemmin voidaan ennakoida yrityksen liiketoi-

minnan tulevaa kehitystä ja taloudellista tulosta. (Vilkkumaa 2010, 103; Kallunki & Niemelä 2007, 33–34.)

Pörssiyrityksistä on saatavilla myös analyytikoiden tuottamaa tietoa. Tämä tieto voi olla parhaimmillaan syvällistä yritysanalyysia ja suppeimmillaan yksittäisiä tulosenusteita. Analyytikot yhdistävät paljon erilaista informaatiota analyyseissään, kuten tilinpäätös-tietoja ja yleisiä kansantalouden kehityksen arviointeja. Näiden tietojen avulla analyti-
kot pystyvät muodostamaan yrityksistä syvällisen kokonaiskuvan. Analytikoiden tu-
losenusteita julkaistaan laajasti lehtien taloussivuilla ja internetissä. (Kallunki & Nie-
melä 2007, 34.)

Keskeistä arvonmäärittelyn kannalta on, että tulevaisuuden ennakoinnissa käytetty in-
formaatio on avointa ja läpinäkyvää. Tämä koskee sekä arvonmäärityksen laatintua
henkilöä, että sen hyväksikäyttäjää. Kummankin tulee tietää käytetyt oletukset ja niihin
vaikuttaneet tekijät. Tällöin on mahdollista verrata ennusteita toteutuneisiin lukuihin ja
pyrkii oppimaan mahdollisista eroista. (Kallunki & Niemelä 2007, 34.)

On syytä muistaa, että tulevaisuus ei välttämättä ole menneisyyden toisinto. Hyvä men-
neisyys ei automaattisesti merkitse hyvää tulevaisuutta ainakaan pidemmällä tähtäyksel-
lä. Tämän vuoksi on melko vaarallista tehdä ennakointia tilinpäätösanalyysin perusteel-
la. Järkevämpää onkin lähteä yrityksen tulevista mahdollisuuksista sekä tulevaisuuden
riskeistä. Niiden perusteella tulee tehdä ennakoiteja ja etsiä yrityksestä maksettava tai
saatava hinta. (Vilkkumaa 2010, 102.)

2.4 Due diligence yrityskaupan osana

Due diligence on liike-elämässä vakiintunut termi, mikä tarkoittaa suunnitellun yritys-
kaupan tai muun yritysjärjestelyn osapuolen suorittamaa yritysjärjestelyn kohteen tar-
kastusta (Katramo ym. 2011, 50). Tarkastuksen ensisijainen tarkoitus on muodostaa
ostajalle selkeä kuva kohdeyrityksestä ja sen arvosta, sekä pienentää tuntemattomien
vastuiden riskimahdollisuutta, jotta niihin on mahdollista vaikuttaa ennen kauppaa. Os-
taja siis tarkastaa, että ostokohteen suhteen kaikki on kunnossa, ja asiat on siten kuin on
annettu ymmärtää. (Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonsen 2001, 18).

Due diligence - tarkastus voidaan jakaa useampaan osaan riippuen kaupan kohteesta, muodosta, ostajasta tai käytössä olevista resursseista. Tarkastus on luonnollisesti suppeampi kun kyseessä on liiketoimintakauppa ja taas merkittävästi laajempi, jos kauppa koskee kansainvälistä konsernia. Kauppakohteen ominaisuuksia voidaan arvioida muun muassa liiketoiminnallisesta, taloudellisesta, oikeudellisesta ja verotuksen näkökulmasta. Myös työntekijöiden ja johdon arviointi on saanut enemmän painoarvoa. Due diligence - tarkastuksen suorittaa aina ulkopuolinen asiantuntija, jolla on riittävä kokemus objektiivisen ja luotettavan arvion tekemiseen ostettavasta kohteesta, sekä sen riskeistä ja mahdollisuuksista. Yrityksen ostajan ei tulisi ottaa riskiä siitä, että tarkastuksen tekijöiden ammattitaito ei ole riittävä. (Blomquist ym. 2001, 27–29; Katramo ym. 2011, 53.)

Voidaan tiivistää, että due diligence - tarkastus tehdään käytännössä päätöksenteon tueksi ja kohteen arvon määrittelemiseksi. Siitä on suuri hyöty sopimusneuvotteluissa, sillä se parantaa osapuolen tiedollista asemaa ja vaikuttaa siten kauppahintaan. Kokonaistavoitteena prosessissa on varmistua siitä, että yritysjärjestelyllä on mahdollista saavuttaa sille asetetut tavoitteet. Kauppa voidaan hylätä tai sen ehtoja muuttaa, mikäli tarkastuksessa saatu tieto muuttaa ostajan asenteita negatiiviseen suuntaan. (Katramo ym. 2011, 50–52.)

3 Pääoman tuottovaatimus ja arvonmääritysmallit

Pääoman tuottovaatimus havainnollistaa yrityksen kokonaisriskiä pääomien tuottovaatimusten muodossa. Tämän takia se on hyvin keskeinen arvonmääritysmalleihin liittyvä tekijä. Pääoman tuottovaatimusta käytetään arvonmääritysmalleissa tulevien tuottojen tai kassavirtojen nykyarvojen laskemiseksi. Pääoman tuottovaatimus voidaan jakaa oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukseen. (Kallunki & Niemelä 2007, 129–130.) Seuraavaksi luvussa esitellään keinot molempien tuottovaatimusten määrittämiseksi ja kuinka oman pääoman- ja vieraan pääoman tuottovaatimusten avulla muodostetaan koko pääoman tuottovaatimus.

3.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimuksena on se tuotto, minkä yrityksen vieraan pääoman sijoittajat haluavat yritykseltä luottoa vastaan. Vieraan pääoman sijoittamiseen liittyvä riski on pienempi verrattuna oman pääoman sijoittajalla, koska vieraan pääoman sijoitukseen liittyy takaisinmaksuaika. Mikäli yritys joutuisi konkurssiin, ovat myös vieraan pääoman sijoittajat ensimmäisenä perimisjärjestyksessä. (Kallunki & Niemelä 2007, 132–133.)

Vieraan pääoman tuottovaatimus on helppo selvittää, koska vieraan pääoman korkomaksut ovat yhtä kuin kassasta maksu. Yksinkertaistettuna vieraan pääoman tuottovaatimus on yrityksen olemassa olevien vieraiden pääomien keskiporkko. Vieraat pääomat voivat muodostua pankkilainoista ja pitkäaikaisista joukkovelkakirjalainoista. (Katramo ym. 2011, 172–173.)

3.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on paljon vaikeampaa kuin vieraan pääoman, koska oman pääoman tuottovaatimus ei ole suoraan näkyvässä kuten vieraan pääoman vuosittaiset korkomaksut. Siksi se on rahoitusteorian yksi haasteellisimmista osa-alueista. Omalle pääomalle maksettu osinkovirta on vain osa oman pääoman sijoittajan vaatimasta tuotosta. Yrityksen oman pääoman ehtoinen rahoitus muodostuu osakkeista saatavilla pääomilla ja kannattavan liiketoiminnan tuottamasta tulorahoituksesta. Tuottovaatimus muodostuu tulevaisuuden tuotto-odotuksista ja näihin liittyvästä riskistä. Tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan. Mitä suurempi riski sijoituksessa on, sitä suuremman tuottovaatimuksen sijoittajat haluavat. (Kallunki & Niemelä 2007, 135; Hyöty 2006, 363.)

Osakkeen riskin ja tuottovaatimuksen välisen riippuvuuden kuvaamiseksi Sharpe, Lintner ja Mossin kehittivät Capital Asset Pricing –mallin (CAPM), jota myös Kallunki & Niemelä (2007) hyödyntävät kirjassaan. Mallin mukaan tuottovaatimus muodostuu kahdesta osasta: riskittömästä tuotosta ja riskilisästä. Riskitön tuotto on korvaus, minkä sijoittaja saisi sijoittaessaan varojaan riskittömiin arvopapereihin, kuten valtion obligaa-

tioihin. Riskilisä on sitä suurempi, mitä riskisempi sijoitettava kohde on. Oman pääoman tuottovaatimus lasketaan seuraavalla kaavalla.

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

missä	$E(R_i)$	= oman pääoman tuottovaatimus
	R_f	= riskittömän sijoituskohteen tuotto
	β_i	= yrityksen i osakkeen riskiä kuvaava beeta-kerroin
	$E(R_m)$	= ns. markkinaportfolion odotettu tuotto

Kaavan termi $E(R_m) - R_f$ kuvaa markkinoiden yleistä riskipreemiota eli riskittömän tuoton ylittävää osaa markkinaportfolion tuotosta. Riskipremio voidaan määrittää kolmella eri tavalla: mittaamalla osakkeiden toteutunutta historiallista ylituottoa suhteessa riskittömään tuottoon, etsimällä arvonmääritysmallien avulla sellainen riskipremion taso, joka toteuttaa osakkeen nykyisen arvostuksen, ja kysymällä riskipremion tasoa ammattimaisilta sijoittajilta. (Kallunki & Niemelä 2007, 137.)

Beeta-kerroin määrittää tarkasteltavan kohteen riskin määrää ja kerroin vaihtelee yritysten välillä. Beeta-kerroin voidaan määrittää osakkeiden tuottoaikasarjoista käyttämällä niin sanottua markkinamallia tai listaamattoman yhtiön kohdalla tilinpäätösperusteisesti. Mikäli osake vastaa riskisyydeltään markkinoiden keskimääräistä riskisyyttä, on beeta-kertoimen arvo yksi. Markkinoita keskimääräisesti vähemmän riskisen osakkeen beeta-kerroin on alle yksi. Riskittömän kohteen beeta-kerroin on 0. Kokonaisbeeta lasketaan osittaisbeetan arvoista painotettuna keskiarvona. Jos laskennassa käytetään liikeriskiä ja rahoitusriskiä, mihin kuuluvat omavaraisuusaste ja taseen koko, niin liikeriskin painokerroin on 50 %, omavaraisuusasteen 25 % ja taseen koon 25 %. (Kallunki & Niemelä 2007, 138; Balance Arvo 2014.)

Markkinaportfolion kohdalla käytetään tietyn kohdealueen yleistä tuotto-odotusta markkinoilla. Markkinoiden tuotto-odotus voi vaihdella eri lähteiden perusteella. (Hyöty 2006, 364.) Valtion 10 vuoden lainojen keskimääräinen korkotuotto vuonna 2013 oli 1,86 % (Suomen Pankki 2014). Seligson & Co (2014) mukaan Suomessa osakemarkkinoiden keskimääräinen tuotto pitkällä aikavälillä on ollut 9-10 % vuodessa.

3.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Koko pääoman keskimääräinen tuottovaatimus lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksien painotettuna keskiarvona ja huomioiden samalla vieraan pääoman verohyöty. Vieraan pääoman verohyöty tarkoittaa vieraan pääoman korkojen verovähennyskelpoisuutta, eli maksettavista veroista voidaan vähentää korkomenoja vastaava veroprosentti. Tämä on otettava huomioon vieraan pääoman tuottovaatimusta pienentävänä tekijänä. Koko pääoman tuottovaatimus WACC (Weighted Average Cost of Capital) lasketaan seuraavasti (Katramo ym. 2011, 175–176):

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) x r + \left(\frac{D}{V}\right) x d x (1 - T)$$

missä	<i>WACC</i>	= kokonaispääoman keskimääräinen kustannus
	<i>E</i>	= oman pääoman arvo
	<i>V</i>	= kokonaispääoman arvo
	<i>D</i>	= vieraan pääoman arvo
	<i>r</i>	= oman pääoman tuottovaatimus
	<i>d</i>	= vieraan pääoman tuottovaatimus
	<i>T</i>	= yhteisöverokanta

3.4 Arvonmäärittämisallit

Arvonmäärittämisallit ovat pääsääntöisesti niin sanottuja nykyarvomalleja. Nykyarvomalleissa tulevaisuuden rahavirrat (kuten vapaa kassavirta, nettotulos tai osingot) diskontataan tarkasteluhetkeen. Tämän hetkisestä ja tulevaisuudessa maksettavasta rahasta saadaan vertailukelpoisia siirtämällä tulevien maksujen arvo nykyaikaan. Tätä kutsutaan diskonttaamiseksi. Tämä aika-arvon tarkastelun muutos toteutetaan diskonttokoron avulla. Diskonttokorolla tarkoitetaan usein myös edellisessä kappaleessa käsiteltyä tuottovaatimusta ja pääoman kustannusta. Arvonmäärittämisalliteissa pääoman keskimääräiskustannus eli WACC (weighted average cost of capital) toimii yleensä diskonttokorkona. Mitä suurempi riski tuleviin rahavirtoihin liittyy, sitä suurempi on sovellettava korko. (Katramo ym. 2011, 127.)

3.4.1 Substanssiarvo

Substanssiarvo on yleensä turvallisin alhaisin hinta, mikä yrityksestä on järkevää maksaa. Tavoitteena on selvittää mikä on yritykseen jäävä euromäärä sen jälkeen, kun yrityksen kaikki tuotannontekijät on muutettu rahaksi ja kaikki velat on suoritettu. (Rantanen 2012, 87.)

Substanssiarvossa erotetaan toisistaan tasesubstanssi ja markkinahintainen substanssiarvo. Tasesubstanssi tarkoittaa substanssiarvoa, joka on laskettu suoraan tase-eristä käyttäen niiden kirjanpidollisia arvoja. Todellisen substanssiarvon määrittäminen edellyttää kuitenkin yrityksen varallisuuden arvottamista siihen hintaan mitä se kustakin varallisuuserästä saisi myytäessä vapailla markkinoilla. Yrityksen velat voidaan vähentää nimellisarvoina ilman markkinahinta-arvioita. (Pasonen, Hiltunen & Turunen 2000, 61.) Tasesubstanssiarvo voidaan laskea seuraavasti:

Tasesubstanssi

$$= \textit{Taseen loppusumma} - \textit{Korolliset velat} - \textit{Korottomat velat} - \textit{Varaukset}$$

Markkinahintaisen substanssiarvon määrittäminen on haasteellisempaa, sillä jokaiselle tase-erälle etsitään markkinahinta. Kiinteää omaisuutta arvottaessa pyritään löytämään vertailukelpoisia ja tiedossa olevia hintoja, ja käyttämään niitä. Koneille ja laitteille määritetään jälleenmyyntihinnat. Taseeseen sisältyvä liikearvo on vaikea ja arvionvarainen arvostuserä. Vaihto-omaisuus arvostetaan hankinta- tai markkinahintaan ja näistä kahdesta valitaan pienempi arvo. Myynti- ja muut saamiset arvioidaan siten, millä todennäköisyydellä saatavat rahat kotiutuvat eräpäivään mennessä. Pankkitalletukset arvotetaan nimellisarvoonsa, mutta muissa lyhyissä ja pitkäaikaisissa sijoituksissa otetaan huomioon sijoituskohteen riski, mikä saattaa alentaa nimellisarvoa. Taseen ulkopuoliset vastuut yritetään mitoittaa parhaan mukaan ja muuttaa rahamääräisiksi. (Pasonen ym. 2000, 62.)

3.4.2 Osinkoperusteinen malli

Perinteinen, omasta pääomasta laskettava, arvonmääritysmalli on osinkoperusteinen malli. Osinkoperusteinen malli on myös lähtökohtana kehittyneimmissä malleissa kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen arvostusmallin ongelmaiseksi muodostuu se, että yritykset jakavat tuloksesta vain osan osinkoina ulos ja yrityksen osingonjakosuhte voi vaihdella yrityksittäin hyvin paljon, kuin myös vuosittain. Osinkoperusteinen malli ei siis ole vahvimmillaan laskettaessa pk-yrityksen arvoa. (Kallunki & Niemelä 2007, 105.)

Osinkoperusteista mallia lasketaan siten, että osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo. Tässä mallissa yrityksen tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kuin on luotettavasti mahdollista, ja tästä eteenpäin yritetään arvioida osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2007, 106.)

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

missä	P^0	= osakkeen arvo
	D_t	= osingot vuonna t
	g	= osingon oletettu kasvuvauhti
	r	= oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus

3.4.3 Vapaan kassavirran malli

Kassavirtalaskelmien käyttöä arvonmäärityksessä perustellaan muun muassa sillä, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraiset kirjaukset vaikuta yrityksen kassavirtoihin. Yritysten on mahdollista muokata virallisia tilinpäätöksiä jaksottamalla menoja ja tuloja eri tilikausille. Myös erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohton tuloksenjärjestely ja muut tilinpäätöksen joustokohdat vaikuttavat tilikauden tulokseen. Kassavirtalaskelmissa seurataan ainoastaan rahan liikkeitä eli tilikauden aikana tapahtuneita kassaan- ja kassastamaksuja, eikä se siksi ole altis manipuloinnille. (Hyöty 2006, 290.)

Kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo on yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo, aivan kuten osinkoperusteisessa mallissa tulevien osinkojen nykyarvo on yrityksen arvo. Kirjallisuudesta löytyy monia erilaisia kassavirtalaskelmia, jotka poikkeavat jonkin verran toisistaan. Yleisimmin käytetty malli on kuitenkin vapaan kassavirran malli eli FCF (Free Cash Flow). Vapaata kassavirtaa laskettaessa verot huomioidaan siten kuin yrityksellä ei olisi korkomaksuja. Vapaan kassavirran mallilla voidaan määrittää oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Näistä kahdesta mallista tulisi valita se, kumpi olisi helpommin sovellettavissa. (Kallunki & Niemelä 2007, 110.)

Vapaata kassavirtaa voidaan mitata kahdesta eri näkökulmasta, joko operatiivisesta kassavirrasta tai rahoitusvirrasta. Operatiivinen kassavirta ilmoittaa miten syntynyt kassavirta on jakautunut tulosrahoituksen ja investointien kesken. Rahoituskassavirta taas kuvaa, miten syntynyt kassavirta on jaettu osakkeenomistajien ja muiden vieraan pääomien rahoittajien kesken. (Kallunki & Niemelä 2007, 110.)

Kallunki & Niemelä (2007) esittävät vapaan kassavirran muodostumisen operatiivisesta kassavirrasta:

Liikevoitto

- + Osuus osakkuusyhtiöistä
- Operatiiviset verot
- Rahoituskulujen verovaikutus
- + Rahoitustuottojen verovaikutus
- = Operatiivinen kassavirta
- + Poistot
- = Bruttokassavirta
- Muutos käyttöpääomassa
- Bruttoinvestoinnit
- = vapaa operatiivinen kassavirta
- +/- Muut erät
- = Vapaa kassavirta

Kassavirtalaskelman liikevoitto saadaan suoraan tuloslaskelmasta. Tämän jälkeen kassavirtaan lisätään osuudet osakkuusyhtiöiden tuloksesta. Seuraavaksi liikevoitosta vä-

hennetään yritystoiminnan verot, jolloin saadaan selville niin sanottu operatiivinen kassavirta. Operatiiviseen kassavirtaan lisätään tuloslaskelman poistot, koska ne eivät ole kassaperusteisia maksuja. Poistot voidaan jakaa käyttöomaisuuden poistoihin ja goodwill-poistoihin. Poistojen jälkeen saadaan bruttokassavirta. (Kallunki & Niemelä 2007, 112–113.)

Bruttokassavirrasta vähennetään käyttöpääoman muutokset ja bruttoinvestoinnit. Käyttöpääoman muutokseen sisältyy vaihto-omaisuuden ja myyntisaamisten lisäys vähennettynä ostovelkojen muutoksella. Käyttöpääoman muutokseen tulee lisätä myös korottomien pitkäaikaisten velkojen muutos. Seuraavaksi vähennetään bruttoinvestoinnit, johon kuuluvat muun muassa investoinnit koneisiin ja rakennuksiin. Bruttoinvestoinnin vähennyksen jälkeen saadaan selville vapaa operatiivinen kassavirta. Lopuksi huomioidaan satunnaiset erät, jonka jälkeen saadaan vapaa kassavirta. (Kallunki & Niemelä 2007, 113–114.)

Kun tulevien vuosien vapaat kassavirrat on ennakoitu, voidaan yrityksen hinta selvittää diskonttaamalla tulevien vuosien vapaat kassavirrat nykyhetkeen. Haluttua tuottovaatimusta käytetään diskonttaustekijänä. Laskemalla yhteen diskontatut arvot saadaan selville yrityksen arvo. Vapaa kassavirta diskontataan seuraavan kaavan avulla. (Kallunki & Niemelä 2007, 111; Vilkkumaa 2010, 129–131.)

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

3.4.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on tilinpäätöksen perusteella tehtävä arvonmääritysmalli. Lisäarvomallin mukaan yrityksen oman pääoman arvo koostuu jo aiemmin kertyneestä omasta pääomasta ja lisäksi tulevaisuudessa syntyvien lisäarvojen nykyarvosta. Lisäarvoa syntyy kun yritys tekee ylisuuria voittoja eli oman pääoman tuotto on suurempi kuin tuottovaatimus. Mikäli yrityksen oman pääoman tuotto on alhaisempi kuin tuottovaatimus, niin lisäarvo on negatiivinen ja yritys tuhoaa arvoa. (Hyöty 2011, 210.) Yrityksen osakkeen arvo voidaan laskea seuraavalla lisäarvomalli-yhtälöllä.

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

missä	P^0	= osakkeen arvo
	BV^0	= oman pääoman kirjanpidollinen arvo
	ae_t	= ennustettu voitto ja sijoittajien vaatiman voiton erotus
	r	= oman pääoman tuottovaatimus

Lisäarvomallilla on paljon etuja perinteisiin arvonmäärittämissä verrattuna. Monilla yrityksillä osakkeen arvo muodostuu tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta. Tulevien voittojen ennustevirheet eivät tämän vuoksi vaikuta mallin antamiin tuloksiin, koska diskontattava virta on tuloksen ja vaaditun tuloksen erotus. Koska lisäarvomallissa ei huomioida vuosittaista osinko- tai kassavirtaa, se merkitsee käytännössä huomattavaa vakautta myös käytetyille kasvunopeuksille. Lisäarvomalli ei myöskään ole herkkä pääomarakenteen muutoksille kuten vapaan kassavirran malli. (Kallunki & Niemelä 2007, 120–121.)

4 Kohdeyrityksen arvonmäärittäminen

Tässä luvussa suoritetaan yrityksen arvonmäärittäminen. Ensiksi on esitelty kohdeyritys ja yrityksen toimintaa, sitten on arvioitu yrityksen tilaa strategisen analyysin ja tunnuslukuanalyysin avulla. Tämän jälkeen yritykselle on määritetty koko pääoman tuottovaatimus vieraan ja oman pääoman tuottovaatimusten avulla. Arvonmäärittämiseen on käytetty substanssiarvoa, kassavirtaperusteista mallia ja lisäarvomallia. Osinkoperusteinen malli on jätetty pois, sillä se ei sovellu kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen.

4.1 Kohdeyrityksen esittely

Kohdeyritys on Itä-Suomessa toimiva keittiön ja kodin kiintokalusteita valmistava ja myyvä listaamaton osakeyhtiö, joka on toiminut vuodesta 2003. Yritys tarjoaa asiakkailleen tuotteita yksittäisestä keittiökaapin ovesta aina kokonaisvaltaiseen ratkaisuun keittiö- ja kiintokalusteiden uusimiseksi. Yritys valmistaa ja kokoaa osan kalusteista omilla tuotantotiloissaan. Yrityksen palveluihin kuuluvat myös kotiinkuljetus ja asennuspalvelu. Yritys on muuttanut hiljattain uusiin toimitiloihin, jotka koostuvat myymälästä sekä varasto- ja tuotantotilasta. Yrityksessä työskentelee tällä hetkellä seitsemän työntekijää, joista neljä toimii myymälässä myyntitehtävissä ja kolme tuotantotiloissa hoitamassa varastotilaa ja kokoamassa kalusteita. Kaikki työntekijät ovat vakituisia ja kokoaikaisia. (Toimitusjohtaja 2014.)

Yritys myy ja valmistaa pääsääntöisesti kotimaisia tuotteita. Yritys painottaa laatua halvan hinnan sijaan ja käyttää paljon kotimaisia alihankkijoita sekä tavarantoimittajia. Yrityksen asiakkaita ovat vähittäisasiakkaat eli pien-, omakotitalo- ja saneerausrakentajat. Rakennusliikkeitä yritys palvelee kapasiteettinsa puitteissa, mutta monesti hintakilpailu on sen verran kovaa, että yrityksen on ollut parempi keskittyä yksityishenkilöihin. (Toimitusjohtaja 2014.)

Tilastokeskuksen (2014) määritelmän mukaan yritys sijoittuu pienten ja keskisuurten yritysten joukkoon. Yritys määritellään pieneksi tai keskisuureksi yritykseksi mikäli sen liikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa, taseen loppusumma enintään 43 miljoonaa euroa tai sen palveluksessa työskentelee yli 250 työntekijää. Kohdeyrityksen liikevaihto tilikausina 2009 – 2013 on ollut 1-1,5 miljoonaa euroa ja taseen koko on ollut 0,6 – 1,3 miljoonaa euroa.

4.2 Strateginen analyysi

Seuraavaksi tarkastellaan yrityksen toimintaa, toimialaa ja kilpailukykyä strategisen analyysin avulla. Strategisen analyysin tavoitteena on tunnistaa yrityksen menestyksen kannalta oleelliset asiat ja analyysin avulla tehdyt havainnot tukevat arvonmäärittämissä yhteydessä tehtäviä oletuksia yrityksen tulevasta kehityksestä.

4.2.1 Rakenneanalyysi

Markkinatilanne on alalla heikko kirjoitushetkellä ja tulevaisuudesta ei ole takeita. Keittiö- ja kiintokalusteiden myynti on riippuvainen saneeraus- ja uudisrakentamisen määrästä, eivätkä markkinaennusteet tue rakentamisen kasvua vielä vuodelle 2015. Alalla ei ole tapahtumassa isompia muutoksia tällä hetkellä, joihin pitäisi reagoida. Suomessa markkinat ovat Eurooppaan verraten pienet ja muutokset hitaita. Uusia ja korvaavia edullisia materiaaleja ei markkinoille ole tullut ja puupohjaisten materiaalien hinnat ovat pysyneet vuosien saatossa samalla tasolla. Tietotekniikkapuolella ostotilausten teko helpottuu entisestään sähköisten tilausjärjestelmien kehittyessä. Myös asiakkaan kanssa käytettävät kalustesuunnitteluohjelmat kehittyvät helppokäyttöisemmiksi. Asiakas näkee oman keittiönsä jo ennen valmistumista tietokoneen näytöltä. (Toimitusjohtaja 2014.)

Yrityksessä tehtyjä havaintoja heikosta markkinatilanteesta tukevat myös muut lähteet. Nordean ennusteen mukaan Suomen talous on supistunut viimeisenä kolmena vuotena ja supistuu tänä vuonna 0,5 prosenttia (Kauppalehti 2014). Valtiovarainministeriön alaisena toimiva rakennusalan suhdanneryhmän mukaan rakentamisen heikko suhdannetilanne jatkuu nyt kolmatta vuotta. Aloitettujen rakennuskuutioiden vuosisumma on supistunut lähes samalle tasolle kuin finanssikriisin heikoimpina aikoina vuonna 2009. Keittiökalusteiden menekkimäärät vähenivät 8 prosenttia vuodesta 2013. (Raksu 2014.)

4.2.2 Kilpailukykyanalyysi

Yrityksellä on eroja kilpailijoihin. Jokaisella kilpailijalla on oma tuotekategoriansa, mutta yritys on keskittynyt kotimaisiin tuotteisiin ja pyrkii tätä kautta erottumaan laadun avulla joukosta. Tavaraa myös tehdään paikan päällä ja tuotteen valmistumista voi mennä vaikka itse seuraamaan. Lisäksi yrityksen oma kokoonpano mahdollistaa tilauksen muuttamisen vielä viime hetkillä. Palvelun laatu, nopeus ja jälkihoito on yrityksen valtti, mistä yritys on saanut paljon kiitosta. Yrityksen pieni koko tekee siitä asiakkaalle helposti lähestyttävän ja ketterän, mutta taas pienen koon ja volyymien takia yritys ei voi saavuttaa samanlaisia hintaetuja tai järjestää yhtä isoja kampanjoita, mitä isommat

kilpailijat. Väestöpohjaan nähden alueella on tarjontaa aivan liikaa. Se on johtanut armottomaan hintakilpailuun jo nyt ja lisää uusia alan yrityksiä on tulossa yksi tai kaksi kappaletta lähitulevaisuudessa. Yrityksellä on kuitenkin vankka asema markkinoilla, mikä on saavutettu 11 vuoden aikana. (Toimitusjohtaja 2014.)

Yritys muutti vuonna 2013 uusiin toimitiloihin. Uudet tilat ovat käytännöllisemmät ja myymälän puolelle on saatu enemmän tuotevalikoimaa näkyviin. Uudet tilat sijaitsevat vilkkaalla ja näkyvämmällä paikalla ja paikan ohi kulkee valmistuneen tieratkaisun myötä paljon asiakasvirtaa. (Toimitusjohtaja 2014.)

Suomen asiakastieto (2011) on tuottanut yritykselle kilpailija-analyysin, jossa on verrattu viittä paikallista saman toimialan yritystä keskenään. Kannattavuudessa ja tehokkuudessa yritys on suoriutunut vertailtujen yritysten kesken parhaiten 53 pisteellä 36 pisteen keskiarvosta. Toiminnan laajuudella mitattuna yritys on ollut vertailussa kolmanneksi suurin. Yrityksen vakavaraisuus ja maksuvalmius ovat olleet vertailuista yrityksistä parhaalla tasolla 27 pisteellä keskiarvon ollessa 21 pistettä. Vuosina 2007 – 2010 yrityksen nettotulosprosentti on ollut 8,3 - 12,4 kilpailijoiden mediaanin ollessa 1,6 - 2,5 tasolla.

4.2.3 Toimiala-analyysi

Väestön kokoon suhteutettuna kilpailua on liiketoiminta-alueella erittäin paljon. Muutama uusi yritys on myös tulossa markkinoille. Yritys on kuitenkin saavuttanut liiketoiminta-alueellaan vahvan markkina-aseman vuosien saatossa. Yrityksen tilanne on pysynyt pari viimeistä vuotta suhteellisen vakaana, vaikka alalla on yleisesti myynti laskenut. Rakentamiseen liittyvä heikko suhdannetilanne aiheuttaa toimialalle ongelmia myös tulevaisuudessa. Yrityksen ei ole kuitenkaan tarvinnut lomauttaa työntekijöitä, sillä esimerkiksi myyjien palkat määräytyvät pitkälti provisioiden mukaan. Suuri tulokseen vaikuttava tekijä on tilavuokra. Uusien tilojen myötä vuokra nousi merkittävästi ja kun liikevaihto ei ole noussut, niin merkitys on ollut huomattava. Investoinneille ei ole tällä hetkellä sen suurempia tarpeita, eikä nykyisessä taloustilassa investointeja kannata tehdä. Toimitusjohtaja on suhdanteesta huolimatta optimistinen ja yritys odottaa pientä kasvua viime vuodesta. (Toimitusjohtaja 2014.)

Puuteollisuusyrittäjien teettämä suhdannekysely (2013) puoltaa toimitusjohtajan näkemystä toimialan heikosta lähitulevaisuudesta. Kyselyyn vastasi 155 huonekalu-, rakennuspuusepän- ja puusepänteollisuuden yritystä. Puuteollisuusyrittäjät ry:n teettämän kyselyn mukaan yritysten tilauskannat olivat pienentyneet 49 %:lla kaikista kyselyyn vastanneista yrityksistä. Toimialoista parhaiten oli mennyt ikkuna- ja ovivalmistajilla, joista 53 %:lla tilauskanta oli kasvanut. Voimakkain tilauskantojen lasku oli keittiökaluvalmistajilla, joista 78 % ilmoitti tilauskantojen laskeneen. (Puuteollisuusyrittäjät Ry 2013.)

4.3 Tilinpäätösanalyysi

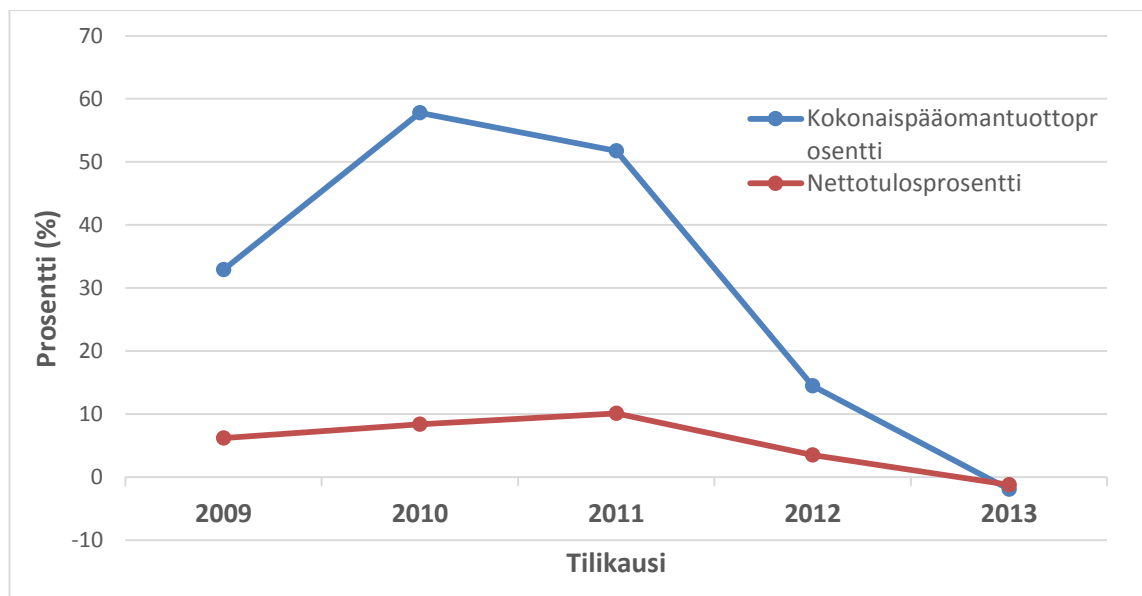
Kohdeyrityksen arvonmäärittystä varten tarkastellaan sen tilinpäätöstietoja vuosilta 2009–2013. Tilinpäätösanalyysissä on arvioitu yrityksen kannattavuutta, maksuvalmiutta, vakavaraisuutta ja tehokkuutta laskemalla tunnuslukuja kullekin vuodelle. Tilinpäätösanalyysi antaa yrityksen aiemman kehityksen perusteella viitteitä tulevasta kehityksestä ja kasvuodotuksista. Tunnusluvut on valittu siten, että ne sopivat parhaiten listamattoman pk-yrityksen arvonmäärittämiseen. Tunnuslukuja on vertailtu Balance consultingin ja Yritystutkimuksen asettamiin viitearvoihin sekä kilpailija-analyysin tuottamaan aineistoon.

Tilinpäätösanalyysi ei anna välttämättä luotettavaa kuvaa yrityksen taloudellisesta kehityksestä. Yrityksen muutto uusiin tiloihin, omistajajärjestelyt (omien osakkeiden osto) ja yrityksen rakennusprojekti on vaikuttanut huomattavasti yrityksen viimeaikaiseen kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksukyvyn kehitykseen. Yritys on pitänyt aiemmin suurta kassareserviä, ja likviditeetti on aiemmin säilynyt erinomaisella tasolla. Kuitenkin viimeisen kahden vuoden aikana aloitettu talonrakennusprojekti sekä muutto uusiin tiloihin ovat investointeina syöneet yrityksen kassavarat ja vakavaraisuuden heikolle tasolle, sillä yritys on rahoittanut investointeja myös velkarahalla. Omistajajärjestelyitä tehtiin siten, että yrityksen toimitusjohtaja lunasti alusta asti mukana olleen ulkopuolisen rahoittajan osakkeet.

4.3.1 Kannattavuus

Yrityksen kannattavuutta on arvioitu nettotulosprosentin ja kokonaispääomantuotto-
prosentin avulla. Yrityksen nettotulosprosentin tulee olla positiivinen, jotta yritystoiminta
on kannattavaa (Balance consulting 2014). Kohdeyrityksen nettotulosprosentti on ollut
negatiivinen tarkastelujakson viimeisenä vuonna 2013, muuten nettotulo on ollut 3,5–
10,1 % välillä. Korkein arvo (10,1 %) on saatu vuonna 2011 noin kahden prosenttiyksik-
ön vuosittaista nousuvauhtia. Tämän jälkeen tunnusluvun trendi on ollut alaspäin.

Nettotulosprosentin lisäksi yrityksen kannattavuutta on tutkittu kokonaispääomantuot-
toprosentin avulla. Balance consulting (2014) antaa kokonaispääomantuotto-
prosentille arvoksi hyvän, mikäli se on yli 10 %. Yrityksen kokonaispääomantuotto on ylittänyt 10
% arvon joka vuosi lukuun ottamatta vuotta 2013, jolloin tunnusluku oli negatiivinen -
1,9 %. Korkeimmillaan kokonaispääomantuotto on ollut vuonna 2010 (57,8
%), mikä kertoo yrityksen saaneen erinomaisen tuoton sen sitomille resursseille. Tun-
nusluvun keskiarvo vuosina 2009–2013 on ollut 31 %, mikä on ensiluokkainen taso.
Kuviossa 3 on havainnollistettu yrityksen kannattavuutta edellä käytyjen tunnuslukujen
avulla. Kuvioista voidaan havaita, että yrityksen kannattavuus on kääntynyt selvään las-
kuun vuonna 2011 ja sittemmin kannattavuus on mennyt heikolle tasolle. Heikkoa kan-
nattavuutta selittää huonon rakennussuhdanteen aiheuttama yrityksen liikevaihdon su-
pistuminen ja samanaikainen muutto uusiin korkeamman vuokratason tiloihin (Toimi-
tusjohtaja 2014).



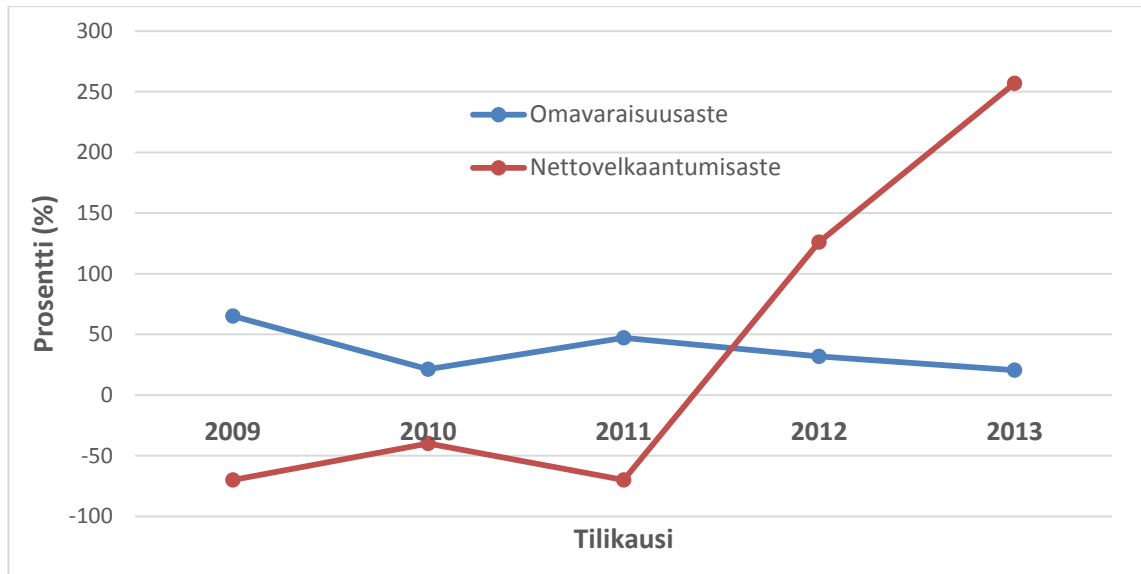
Kuvio 3. Yrityksen kannattavuus

4.3.2 Vakavaraisuus

Yrityksen vakavaraisuuden arviointiin on valittu omavaraisuus- ja nettovelkaantumisaste. Yritystutkimus (2011) määrittää hyväksi omavaraisuusasteeksi >40 %. Yrityksen omavaraisuusaste on vaihdellut tarkastelujaksolla 20,5–65,1 % välillä. Omavaraisuusaste on ollut suurin vuonna 2009 (65,1 %) ja alhaisin vuonna 2013 (20,5 %). Tarkastelujakson keskiarvoksi saadaan 37,2 %, mikä jää hieman hyvästä viitearvosta.

Seuraavaksi yrityksen vakavaraisuutta on arvioitu nettovelkaantumisasteen avulla. Hyvä taso nettovelkaantumisasteelle on alle yksi. Alle yhden jäävä nettovelkaantumisaste tarkoittaa, että yritys voi hoitaa oman pääoman avulla vieraan pääoman korolliset vastuut kerralla. Yritys on tällöin nettovelaton. (Vilkkumaa 2010, 51.) Kohdeyritys on ollut nettovelaton vuosina 2009–2011. Tuolloin yrityksen nettovelkaantumisaste on ollut -0,7 ja -0,4 välillä. Vuonna 2012 yrityksen nettovelkaantumisaste oli 1,3. Tarkastelujakson viimeisenä vuonna 2013 nettovelkaantumisaste oli 2,6 mikä on heikko taso.

Kuviossa 4 on esitetty yrityksen omavaraisuus- ja nettovelkaantumisaste. Nettovelkaantumisasteen arvot on kerrottu sadalla, jotta ne on saatu samaan kuvioon omavaraisuusasteen kanssa. Nettovelkaantumisasteen hyvä arvo alle yksi saa kuviossa uuden arvon alle 100. Kuvioista voidaan huomata nettovelkaantumisasteen raju muutos ylöspäin vuonna 2011 ja omavaraisuusasteen lasku. Kuvion perusteella yrityksen vakavaraisuus on menossa heikkoon suuntaan. Yrityksen vakavaraisuuteen on vaikuttanut muutokset likvideissä varoissa ja vieraan pääoman määrässä. Yritys on käyttänyt likvidejä varojaan ja lyhytaikaista vierasta pääomaa lunastaakseen osakkeet yrityksen ulkopuoliselta rahoittajalta. Lisäksi yritys on käyttänyt rahaa rakennusprojektiin, jota käsitellään vielä myöhemmin quick ja current ratioiden ohella.



Kuvio 4. Yrityksen vakavaraisuus

4.3.3 Maksuvalmius ja tehokkuus

Yrityksen maksuvalmiutta on tarkasteltu quick- ja current ratio lukujen avulla. Kappa-leessa on tutkittu myös yrityksen tehokkuutta ostovelkojen ja myyntisaamisten kiertoaikaluilla. Quick ratio on hyvällä tasolla kun se on yli yksi, tyydyttävä taso on 0,5 – 1 ja heikko taso alle 0,5 (Yritystutkimus 2011, 66). Kohdeyrityksen quick ratio on ollut hyvän ylittävällä tasolla vuosina 2009–2011. Vuosina 2009 ja 2011 tunnusluku on saanut erinomaisen arvon 2,1 ja vuonna 2010 1,3 mikä on myös hyvä taso. Vuonna 2012–2013 quick ratio on saanut heikon arvon 0,4. Mikäli yrityksen lyhytaikaisen vieraan pääoman vastuut tulisi suoritettavaksi heti, olisi yrityksellä vaikeuksia selviytyä niistä pelkällä rahoitusomaisuudella. Yrityksen keskimääräinen quick ratio on ollut 1,26 tarkastelujaksolla, mikä on todella hyvä taso.

Current ratio on hyvä tunnusluvun arvon ollessa yli kaksi, tyydyttävä välillä 1-2 ja heikko alle yhden (Yritystutkimus 2011, 67). Kohdeyrityksen current ratio on vaihdellut 1,3–3,3 eli hyvän ja tyydyttävän välillä. Yritys on saanut current ratiolle arvoksi yli kahden vuosina 2009, 2011 ja 2012. Current ratio on ollut tyydyttävällä tasolla vuosina 2010 ja 2013. Yrityksen keskimääräinen current ratio on ollut tarkastelujakson aikana hyvä 2,3. Yrityksen current ratio näyttää reilusti quick ratiota paremmalta. Tämä johtuu siitä, että yritys on käyttänyt likvidejä varojaan rakennusprojektiin ja omien osakkeiden ostoon ulkopuoliselta rahoittajalta. Rakennusprojekti on kirjattu taseen vaihtuviin vas-

taaviin keskeneräisenä tuotteena, minkä takia sitä ei huomioida quick ratioissa, mutta current ratioissa kylläkin. Toimitusjohtajan (2014) mukaan rakennusprojektista odotetaan minimissään 425.000 euron tuloa, mikä tuloutuessaan saa yrityksen maksuvalmiuden takaisin hyvälle tasolle.

Yrityksen myyntisaamisten kiertoaika tarkastelujaksolla on vaihdellut 13–23 päivän välillä keskiarvon ollessa 18 päivää. Yritys on siis saanut saamisensa asiakkailta kassaan keskimäärin 18 päivässä. Ostovelkojen kiertoaika on ollut 15–25 päivän välillä. Yritys on maksanut ostovelkansa keskimäärin 19 päivässä. Kaikki tilinpäätösanalyysissä käsitellyt tunnusluvut on koottu taulukkoon 1.

Taulukko 1. Kohdeyrityksen tilinpäätösanalyysin tunnusluvut

Tilikausi	2009	2010	2011	2012	2013
Nettotulosprosentti (%)	6,2	8,4	10,1	3,5	-1,2
Kokonaispääomantuotto (%)	32,9	57,8	51,8	14,5	-1,9
Omavaraisuusaste (%)	65,1	21,4	47,3	31,8	20,5
Nettovelkaantumisaste	-0,7	-0,4	-0,7	1,3	2,6
Quick ratio	2,1	1,3	2,1	0,4	0,4
Current ratio	2,8	1,8	2,2	3,3	1,3
Myyntisaamisten kiertoaika, pv	13	19	15	23	21
Ostovelkojen kiertoaika, pv	15	20	19	16	25

4.4 Pääoman tuottovaatimusten määrittäminen

Seuraavaksi yritykselle on laskettu pääoman tuottovaatimukset. Pääoman tuottovaatimus voidaan jakaa vieraan pääoman tuottovaatimukseen ja oman pääoman tuottovaatimukseen. Näiden avulla saadaan selvitettyä koko pääomantuottovaatimus, mitä on käytetty laskettaessa yrityksen arvoa kassavirtamallin avulla. Vieraan pääoman ja oman pääoman tuottovaatimukset on laskettu vuoden 2012 tietojen perusteella, sillä yrityksen omien osakkeiden hankinta, rakennusprojekti ja muutto uusiin tiloihin vaikuttavat liikaa vuoden 2013 tulokseen ja eivät siten auta muodostamaan luotettavaa kuvaa yrityksen arvosta.

Vieraan pääoman tuottovaatimus on yhtä kuin yrityksen lainojen keskikorko. Tasekirjasta ja tuloslaskelmasta selviää, että yrityksellä oli vuonna 2013 korollista vierasta pääomaa keskimäärin 320 000 euroa ja korkomaksut olivat 7452 euroa. Jakamalla korko-

maksut vieraalla pääomalla saadaan lainojen keskikoroksi 2,33 %, mikä on samalla vieraan pääoman tuottovaatimus.

Oman pääoman tuottovaatimus muodostuu yrityksen riskiä kuvaavasta beeta-arvosta, riskittömästä tuotosta ja markkinoiden tuotosta. Beeta-arvon määrittämiseen on valittu Kallungin & Niemelän (2007, 158.) suositusten mukaisesti liikeriski, operatiivinen velkaantuminen, rahoituksellinen velkaantuminen ja yrityksen koko. Beeta-arvot on laskettu käyttämällä yrityksen tilinpäätöstietoja ja suhteuttamalla niitä Tilastokeskuksen (2014) vähittäiskaupan pk-yritysten lukuihin. Näin saadaan niin sanotut osittaisbeetat, joista muodostetaan kokonaisbeeta. Beetojen painokertoimet jakautuvat rahoitusrakenteeseen ja liikeriskiin. Liikeriskillä on 50 %:n painokerroin ja rahoitusrakenteen luvut omavaraisuusaste ja taseen koko jakautuvat 25 %:n painokertoimille.

Liikeriski on laskettu jakamalla yrityksen liiketuloksen keskihajonta liiketuloksen keskiarvolla. (Kallunki & Niemelä 2007, 161). Liiketuloksen arvoja on käytetty vuosilta 2009–2012. Operatiivinen velkaantuminen tarkoittaa tässä tapauksessa yrityksen bruttoinvestointien määrää suhteessa liikevaihtoon. Yritys ei ole tehnyt bruttoinvestointeja, joten operatiivinen velkaantuminen jätetään huomiotta. Rahoituksellinen velkaantuminen ja yrityksen koko on selvitetty vertaamalla yrityksen omavaraisuusastetta ja taseen kokoa Tilastokeskuksen (2014) tietoihin vähittäiskaupan pk-yrityksistä.

Taulukko 2. Kohdeyrityksen beeta-arvojen vertailu

	Vähittäiskaupan pk-yritykset	Kohdeyritys	Yritys suhteessa pk-yrityksiin	Painokerroin	Osittais- beeta
liikeriski	0,12	0,43	3,58	50 %	1,792
omavaraisuusaste	0,41	0,32	0,78	25 %	0,195
taseen koko	6 010 353	572207	0,10	25 %	0,024
				kokonaisbeeta	2,01

Taulukosta 2 voi havaita, että yrityksen beeta on yli 1. Se kertoo kohdeyrityksen systemaattisen riskin olevan markkinoiden keskimääräistä riskiä suurempi. Beeta-arvo, riskittömän tuotto ja markkinatuotto lisätään CAP-malliin, josta saadaan selville yrityksen oman pääoman tuottovaatimus. Riskittömänä tuottona käytetään Suomen valtion 10 vuoden joukkovelkakirjalainan tuottoa, joka oli 1,86 % vuonna 2013. (Suomen pankki 2014.) Markkinoiden yleisenä tuotto-odotuksena käytetään 6 prosenttia. Oman pääoman tuottovaatimukseksi muodostuu 10,18 %.

$$1,86 + 2,01[6 - 1,86] = 10,18 \%$$

Kun oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ovat selvillä, niin koko pääoman tuottovaatimus on mahdollista laskea teoriaosuudessa esitellyn WACC-mallin avulla, joka on oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettu keskiarvo. WACC-malliin lisätään vielä yrityksen oma- ja vieras pääoma suhteutettuna koko pääomaan, eli taseen loppusummaan, ja yhteisöverokanta. Yrityksellä oli vierasta pääomaa 390 012 euroa, omaa pääomaa 182 195 euroa ja taseen loppusumma oli 572 207 euroa. Yhteisöverokantana on 20 % (Valtionvarainministeriö 2014). Sijoittamalla arvot WACC-malliin, saadaan yrityksen koko pääoman tuottovaatimukseksi 4,51 %.

$$\left(\frac{182195}{572207}\right) \times 0,1018 + \left(\frac{390012}{572207}\right) \times 0,0233 \times (1 - 0,2) = 4,51\%$$

4.5 Yrityksen arvon määrittäminen

Seuraavaksi opinnäytetyössä on laskettu kohdeyritykselle arvoja eri arvonmäärittäsmalleja käyttäen. Arvonmäärittäyksessä käytetyt mallit ovat substanssiarvo, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Teoriassa esitellyistä malleista osinkotuottomalli hylätään soveltumattomana kohdeyrityksen arvonmäärittäykseen, sillä osinkovirtojen arviointia ei voida pitää luotettavana.

4.5.1 Substanssiarvo

Yritykselle laskettu substanssiarvo on yleensä alhaisin hinta, mikä yrityksestä kannattaa maksaa. Yritykselle on laskettu tase- ja markkinasubstanssiarvot. Tasesubstanssiarvo saadaan laskemalla yhteen yrityksen kirjanpidolliset varat ja vähentämällä niistä yrityksen velat. Yrityksellä oli taseessa varoja yhteensä 569 208 euroa. Varat koostuivat koneista ja laitteista, sijoituksista, varastosta, keskeneräisistä tuotteista, myyntisaamisista sekä raha- ja pankkisaamisista. Velkaa yrityksellä oli 390 012 euroa, josta lyhytaikaista velkaa oli 150 012 euroa ja pitkäaikaista 240 000 euroa. Tasesubstanssiarvoksi saatiin 179 197 euroa.

Markkinasubstanssia varten on kysytty arvioita yrityksen toimitusjohtajalta taseen erien arvottamista varten. Markkinasubstanssia varten tehtiin muutoksia koneiden ja laitteiden, varaston ja keskeneräisten tuotteiden arvotuksissa. Markkinasubstanssiksi saatiin 330 511 euroa. Markkina- ja tasesubstanssin suuri ero johtuu yrityksen kirjanpidollisten arvojen ja oikean markkinahinnan eroista. Kirjanpidollisten poistojen vaikutuksen takia esimerkiksi koneet ja laitteet ovat taseessa alhaisemmalla arvolla, kuin mitä niiden oikea jälleenmyyntihinta olisi. Molemmat substanssiarvot on esitelty vielä taulukossa 3.

Taulukko 3. Substanssiarvot

	Tasesubstanssi	Markkina- substanssi
Varat		
Pysyvät vastaavat		
Koneet ja laitteet	8454	18000
Sijoitukset	69854	69854
Vaihtuvat vastaavat		
Aineet ja tarvikkeet	75869	65000
Keskeneräiset tuotteet	247363	400000
Saamiset		
Lyhytaikaiset saamiset	147641	147641
Rahat ja pankkisaamiset	20028	20028
Varat yhteensä	569208	720523
Velat		
Pitkäaikainen	240000	240000
Lyhytaikainen	150012	150012
Velat yhteensä	390012	390012
Substanssiarvo	179197	330511

4.5.2 Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran laskelma on toteutettu teoriassa esitellyn Kallungin & Niemelän mallin mukaan. Mallia varten on kysytty arvioita yrityksen liiketuloksen kehityksestä toimitusjohtajalta. Toimitusjohtajan näkemyksen (2014) mukaan yrityksen tulos palautuu vuonna 2014 vuoden 2012 tasolle. Vuonna 2015 liikevoitto kasvaa 10 prosenttia.

Vuosina 2016–2017 liikevoitto kasvaa 5 prosentin vuosivauhtia ja vuodesta 2018 eteenpäin kasvu tasaantuu 2 prosentin tasolle.

Ensiksi tarkastellaan yrityksen liikevoittoa. Liikevoittoon lisätään osuudet osakkuusyhtiöistä. Kohdeyrityksellä ei kuitenkaan ole osuuksia osakkuusyhtiöistä, joten rivi voidaan jättää pois laskelmasta. Rahoituserien vaikutusta ei huomioida kassavirtalaskelmassa, sillä ne on huomioitu jo laskettaessa koko pääoman tuottovaatimusta, joka toimii laskelmassa diskonttotekijänä. Seuraavaksi liikevoitosta vähennetään operatiiviset verot, joiden suhde liikevoittoon oletetaan pysyvän samalla tasolla tulevina vuosina. Näin on saatu selville yrityksen operatiivinen kassavirta.

Operatiiviseen kassavirtaan lisätään poistot. Poistoja jatketaan vuoden 2013 suunnitelman mukaan. Aineeton omaisuus poistetaan samansuuruisina tasapoistoina ja koneet ja kalusto 25 prosentin menojäännöspoistolla. Aineeton omaisuus saadaan poistettua kokonaan vuoteen 2015 mennessä. Käyttöpääoman muutos on arvioitu yrityksen edellisten vuosien kehityksen perusteella. Satunnaiset erät on jätetty laskelmasta pois olettaen niiden olevan nolla.

Ennusteen mukaiset vapaat kassavirrat on diskontattu teoriaosuudessa esitellyn kaavan avulla käyttäen diskonttokorkona oman pääoman tuottovaatimusta. Vuodesta 2018 eteenpäin liikevoiton ennustetaan kasvavan 2 prosentilla vuosivauhtia. Tilikauden 2018 jälkeen saatavien vapaiden kassavirtojen arvo eli niin sanottu päätearvo on laskettu seuraavasti:

$$\text{Päätearvo tilikauden 2018 jälkeen} = \frac{73491(1 + 0,02)}{0,1018 - 0,02} = 916\,391$$

Jonka jälkeen saatu tulos on vielä diskontattu ja siten on saatu lopullinen arvo:

$$\text{Nykyarvo} = \frac{916391}{1 + 0,0451^5} = 564\,374$$

Kassavirtalaskelman avulla yrityksen kokonaisarvoksi saadaan 769 421 euroa. Seuraavassa taulukossa on esitetty kassavirtalaskelmat ja ennusteet tulevista kassavirroista.

Taulukko 4. Vapaan kassavirran ennuste ja yrityksen kokonaisarvo (e=ennuste)

Tilikausi	2013	e2014	e2015	e2016	e2017	e2018-
Liikevoitto	-13457	82000	90200	94710	99446	
(-) Operatiiviset verot	0	-26240	-28864	-30019	-31219	
(=) Operatiivinen kassavirta	-13457	55760	61336	64691	68227	
(+) Poistot	3995	2997	2248	1686	1264	
(=) Bruttokassavirta	-9462	58757	63584	66377	69491	
(-/+) Käyttöpääoman muutos	-13252	0	-2000	2000	4000	
(=) Vapaa kassavirta	-22714	58757	61584	68377	73491	916 391
Nykyarvo		53328	50730	51121	49868	564 374
Kokonaisarvo	769 421					

4.5.3 Lisäarvomalli

Lisäarvomallin mukaan yrityksen oman pääoman arvo koostuu omasta pääomasta ja lisäksi tulevaisuudessa syntyvien lisäarvojen nykyarvosta. Lisäarvoa syntyy kun yritys tekee ylisuuria voittoja mikä tarkoittaa että yrityksen oman pääoman tuotto on tuotto-vaatimusta suurempi. Lisäarvomalli lasketaan kuten vapaan kassavirran malli, mutta vapaan kassavirran sijaan käytetään yrityksen arvioitua liiketulosta. Liiketuloksen ennustetaan kehittyvän samalla tavalla kuin vapaan kassavirran mallissa. Lisäarvo laske- taan vähentämällä ennustetusta liiketuloksesta oman pääoman tuottovaatimus ja dis- konttaamalla saatu lisäarvo nykyarvoksi. Lopuksi saadut nykyarvot on laskettu yhteen ja summaan on lisätty vuoden 2013 kirjanpidollinen oma pääoma. Yrityksen arvoksi lisäarvomallilla saadaan 247 962 euroa.

Taulukko 5. Yrityksen lisäarvot ja kokonaisarvo

Tilikausi	e2014	e2015	e2016	e2017	e2018-
Liiketulos	82000	90200	94710	99446	
Oman pääoman tuottovaatimus	73652	81018	85069	89322	
Lisävoitto (arvo)	8348	9182	9641	10124	126241
Lisävoiton nykyarvo	7576	7564	7208	6870	77 747
Kirja-arvo	140 997				
Yrityksen kokonaisarvo	247 962				

5 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää kohdeyrityksen hinta mahdollista tulevaisuuden yrityskauppaa varten. Mikäli yritystä ei myydä lähitulevaisuudessa, niin tutkimus tarjoaa raamit uudelle arvonmääritykselle. Tässä luvussa esitellään ensin tutkimuksessa saadut tulokset ja analysoidaan arvonmääritysmallien tuottamia arvoja. Seuraavaksi pohditaan arvonmäärityksessä esiin tulleita haasteita.

5.1 Tulosten analysointi

Tutkimustyö aloitettiin selvittämällä taustatietoja kohdeyrityksestä. Seuraavaksi kohdeyritykselle suoritettiin strateginen analyysi, jonka jälkeen tutkittiin sen taloudellista kehitystä tilinpäätösanalyysin avulla. Strateginen analyysi tehtiin pääosin toimitusjohtajan antaman haastattelun ja sähköpostiviestien perusteella. Tietoja täydennettiin toimiala- ja suhdannejulkaisulla. Yritys on paikallinen pk-yritys joka valmistaa ja myy kodin keittiö- ja kiintokalusteita vähittäisasiakkaille. Yritys on kasvattanut markkina-asemaansa paikallisilla markkinoilla ja on erikoistunut kotimaisiin kalusteisiin. Yritys on kasvattanut liikevaihtoaan tasaisesti vuodesta 2003 viime vuosiin saakka, mutta tulevaisuudessa haasteita tuo jatkuva heikko suhdanne, uusien kilpailijoiden tulo markkinoille ja uusiin liiketiloihin muutto. Heikko suhdanne on vaikuttanut uudisrakennusten määrään ja keittiökalustetilauksiin. Toimiala on hyvin suhdanneriippuvainen. Muutos ylöspäin rakentamisessa odotetaan tapahtuvan kahden vuoden kuluessa.

Strategisen analyysin ja yleiskatsauksen jälkeen yrityksen taloudellista kehitystä arvioitiin tilinpäätöstietojen avulla. Vertailua tehtiin yrityksen tuottaman kilpailija-analyysin ja toimialajulkaisun avulla. Kohdeyrityksen taloudellinen kehitys on ollut vuoteen 2011 saakka nousujohteista ja sen tunnusluvut ovat olleet erinomaisella tasolla. Vuonna 2012 tuloksessa tapahtui notkahdus ja sen jälkeen kehitys on ollut heikkoa ja trendi on alas-päin. Yrityksen vakavaraisuus, maksukyky ja kannattavuus ovat pudonneet heikolle tasolle vuoden 2012 jälkeen. Näihin osa-alueisiin on pitkälti vaikuttanut uusien keittiökalusteiden vähäiset tilausmäärät, yrityksen pääomia sitova talonrakennusprojekti, omien osakkeiden osto ulkopuoliselta rahoittajalta sekä kasvua hakeva muutto uusiin

tiloihin. Yrityksen kannattavuuden lasku ei ole toimialalta poikkeavaa, sillä toimialajulkaisun suhdannekyselyssä 78 % keittiökalustevalmistajista ilmoitti tilauskantojen laske-
neen vuonna 2013. Yrityksen vakavaraisuus ja maksukyky näyttävät tilinpäätösanalyysin perusteella heikolta. On huomioitava, että yritys on ottanut lyhytaikaista velkaa talo-
projektia ja omien osakkeiden ostoa varten. Yritys odottaa saavansa tuloa taloprojektista
vuonna 2015, millä se saa suoritettua lyhytaikaiset velvoitteensa kerralla saattaen vaka-
varaisuuden ja maksukyvyn takaisin hyvälle tasolle.

Ennen yrityksen arvonmäärittystä laskettiin yritykselle pääoman tuottovaatimukset. Tuottovaatimukset toimivat arvonmäärittämissä diskonttotehtävänä. Vieraan pää-
oman tuottovaatimus määritettiin yrityksen lainojen keskikorkona. Oman pääoman tuot-
tovaatimus laskettiin tilinpäätöksen perusteella laskettujen beeta-arvojen avulla. Beeta-
arvot saatiin vertailemalla kohdeyritystä Tilastokeskuksen tarjoamiin tietoihin muista
vähittäiskaupan pk-yrityksistä. Beetojen painotukset jakautuivat 50 % liikeriski, 25 %
omavaraisuusaste ja 25 % taseen koko. Beeta-arvoja sovellettiin CAP-malliin, minkä
avulla saatiin laskettua oman pääoman tuottovaatimus. Oman pääoman ja vieraan pää-
oman tuottovaatimusten ollessa selvillä laskettiin koko pääoman tuottovaatimus
(WACC), joka on vieraan pääoman ja oman pääoman tuottovaatimusten painotettu kes-
kiarvo.

Arvonmäärittämissä valikoitui substanssiarvo, vapaan kassavirranmalli ja lisäarvo-
malli. Osinkoperusteinen malli hylättiin sopimattomana kohdeyrityksen arvonmäärittä-
miseen, sillä mallissa diskontataan yrityksen tulevia osinkoja. Pk-yrityksen osingot vaihte-
levat liikaa tuloksen mukaan ja siten mallin ennustaminen koettiin epäluotettavaksi.
Yritys voi olla esimerkiksi jakamatta osinkoa säästääkseen ne seuraavan vuoden inves-
tointeja varten. Lisäarvoon ja vapaisiin kassavirtoihin pohjautuvien mallien voidaan
yleensä olettaa tuottavan luotettavamman kuvan yrityksen todellisesta arvosta (Kallunki
& Niemelä 2007, 125).

Kaikkien kolmen eri arvonmäärittämissä tulokset poikkesivat toisistaan. Tasesubstans-
siarvoksi saatiin 179 197 euroa ja markkinasubstanssiarvoksi 330 511 euroa. Markki-
nasubstanssiarvo soveltuu arvonmäärittämiseen tasesubstanssia paremmin, sillä se huo-
mioi kirjanpidollisen arvon sijaan oikean markkinahinnan. Esimerkiksi koneet ja laitteet
ovat poistojen takia kirja-arvoltaan vähemmän kuin mitä niiden oikea jälleenmyyntihin-

ta olisi. Myös yrityksen taloprojekti on kirja-arvoltaan huomattavasti jälleenmyyntihin-
taa alhaisemmalla tasolla.

Vapaan kassavirran mallilla yrityksen arvoksi saatiin 769 421 euroa. Lisäarvomallilla
yrityksen arvoksi saatiin 247 962 euroa. Lisäarvomallin ja vapaan kassavirran mallin
tuottamat arvot poikkeavat toisistaan paljon. Tämä selittyy vapaan kassavirran mallin
herkkyydellä. Vapaan kassavirran malliin vaikuttaa yrityksen muuttunut pääomaraken-
ne, tulevaisuuden tuottojen ennustaminen ja diskonttokorko. Pienikin virhe tulevaisuu-
den tuottojen ennustamisessa tai diskonttokoron määrittämisessä lisää virheen riskiä.
Lisäarvomallissa ennustetaan yrityksen tulevia liikevoittoja, kun taas kassavirran mal-
lissa ennustettavia muuttujia on paljon enemmän ja mallin muodostama arvo muodostuu
suurimmaksi osaksi vasta tulevaisuudessa. Muuttujista esimerkiksi käyttöpääoman
muutokset ja verot tulevaisuudessa ovat vaikea ennustaa, sillä yrityksellä ei itselläkään
ole tulevaisuudessa tarvittavista käyttöpääomista tai verojen määrästä tietoa. Lisäarvo-
malli ei ole yhtä herkkä ennustevirheille, sillä suuri osa yrityksen arvosta tulee sen kir-
janpidollisesta arvosta, eikä tulevien voittojen ennustevirheet siksi vaikuta kovinkaan
ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin. Tässä suhteessa lisäarvomallin tuottamaa arvoa
voidaan pitää tutkimuksessa kassavirtamallin arvoa luotettavampana. Yrityksen oman
pääoman kirja-arvo vuonna 2013 pienentää kuitenkin lisäarvomallin tuottamaa arvoa ja
yrityksen arvo jää markkinasubstanssista. Markkinasubstanssi on kuitenkin turvallisin
hintaa, jolla yritys vähintään myytäisiin. Yrityksellä on takanaan nousujohteinen historia,
mutta yrityksen lähitulevaisuus ja taloudellinen kehitys on kysymysmerkki. Mikäli suh-
danne muuttuu paremmaksi ja tilauskannat lähtevät nousuun, niin yrityksen oikea
myyntiarvo voi hyvinkin olla vapaan kassavirran mallin tuottaman arvon ja markki-
nasubstanssin välimaastossa. Nykyisessä tilanteessa markkinasubstanssi tarjoaa kuiten-
kin kaikkein luotettavimman vaihtoehdon hinnalle.

5.2 Tavoitteiden toteutuminen ja haasteet

Tutkimuksen tavoitteena oli määrittää kohdeyritykselle euromääräinen arvo. Alatavoit-
teina oli laskea kohdeyrityksen arvo käyttäen eri arvonmäärittämissä ja vertailla niitä
keskenään. Lisäksi tavoitteena oli ennakoida yrityksen ja toimialan tulevaisuuden kehi-
tystä sekä saada hinnasta mahdollisimman luotettava arvio. Arvo määritettiin kolmella

eri arvonmäärittämissä mallilla, joista kaikki tuottivat erilaisen tuloksen. Markkinasubstanssiarvon todettiin olevan luotettavin arvo yrityksen nykytilanteessa. Mallien tuottamia eroja ja mallien luotettavuuksia pyrittiin analysoimaan niillä tiedoilla, mitä opinnäytetyötä tehdessä on eri lähteistä saatu. Yrityksen ja toimialan tulevaa kehitystä arvioitiin toimitusjohtajan haastattelun ja toimialajulkaisun perusteella. Opinnäytetyö tehtiin myyjän näkökulmasta, mutta silti työssä pyrittiin mahdollisimman suureen objektiivisyyteen. Mielestäni päätavoite ja alatavoitteet tulivat tutkimuksessa toteutuneiksi.

Suurimmat haasteet liittyivät oman pääoman tuottovaatimuksen ja erityisesti beeta-arvojen luotettavaan laskemiseen sekä vapaan kassavirran mallin käyttämiseen. Oman pääoman tuottovaatimus laskettiin CAP-mallin avulla. Hankalinta oli muodostaa kokonaisbeeta osittaisbeetojen avulla. Luotettavien beeta-arvojen muodostaminen listaamattomalle osakeyhtiölle tilinpäätöstietojen avulla on todella haastavaa ilman vertailukelpoista joukkoa. Beeta-arvot olisi helppo määrittellä, mikäli kohdeyritykselle löytyisi tuoreita vertailukohteita julkisista lähteistä – samalla toimialalla toimivia pk-yrityksiä, joiden tilinpäätöstietoja voisi vertailla keskenään. Listaamattoman pk-yrityksen tilinpäätöstiedot maksavat, kun taas pörssiyrityksille vertailuryhmät löytyvät helposti tilinpäätöstietojen ollessa ilmaisia ja julkisia. Kilpailija-analyysistä saadut tiedot olivat liian vanhoja ja siten käyttökelvottomia tutkimuksen beeta-arvojen määrittelyn kannalta. Muut CAP-mallissa käytetyt muuttujat olivat suhteellisen helposti saatavilla kirjallisuudesta ja internetistä. Vapaan kassavirran mallissa ongelmia aiheuttivat ennustettavien muuttujien määrät. Liikevoiton lisäksi tuli arvioida veroja ja käyttöpääoman muutosta. Varsinkin käyttöpääoman muutoksen arviointi osoittautui erittäin hankalaksi, sillä yrityksen käyttöpääoman muutokset menneisyydessä eivät ole noudattaneet mitään tiettyä kaavaa. Käyttöpääoman muutos vaikuttaa lopullisiin vapaisiin kassavirtoihin ja sitä kautta mallin antamaan tulokseen. Lisäarvomallissa käytettiin vain yhtä muuttujaa ja diskonttotehtävää, mikä teki siitä kohdeyritykselle paremmin soveltuvan mallin.

Opin työtä tehdessä kuinka haastavaa onnistuneen ja kokonaisvaltaisen arvonmäärittäksen tekeminen voi olla. Tulevaisuudessa onnistuneella arvonmäärittäyksellä on myös suuri merkitys ikääntyvien yrittäjien etsiessä jatkajaa elinvoimaisille yrityksilleen. Yrityksen lopettamisen sijaan uusi omistaja voi esimerkiksi kasvattaa yrityksen arvoa ja luoda lisää työpaikkoja Suomeen. Arvonmäärittäminen on monipuolinen prosessi, missä tarvitaan kokemusta monelta eri osa-alueelta. Tarkemman strategisen analyysin tekeminen vaatii

paljon enemmän aikaa ja paljon toimialatuntemusta. Yrityksen kanssa tulisi keskustella prosessin aikana enemmän ja soveltaa due diligence tarkastusta osana arvonmääritysprosessia. Arvonmääritysmallien käyttäminen vaatii myös matemaattista osaamista ja tilinpäätöksen tulkintataitoja. Ennen kaikkea on pystyttävä ymmärtämään ne fundamentit, minkä perusteella valitaan oikea arvonmääritysmalli kohdeyritykselle.

Lähteet

- Balance Consulting. 2014. Arvo – arvonmäärityksen malliraportti. Tilattu Balance Consultingilta 2.2.2014.
- Balance Consulting. 2014. Tunnusluvut. <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>. 5.11.2014.
- Blomquist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Lennar, S. 2001. Due diligence osana yrityskauppaa. Jyväskylä: Kht-media Oy.
- Finnvera. 2014. Yrityskauppa. <http://www.finnvera.fi/Kasvu-ja-kilpailukyky/Yritys-kauppa>. 10.11.2014.
- Harrison, W. & Horngren, C. 2008. Financial accounting. New Jersey: Prentice Hall.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja kirjoita. Helsinki: Tammi.
- Hyöty, J. 2006. Osakekeissien pauloissa – intohimona analyysi. Helsinki: Talentum.
- Hyöty, J. 2011. Sijoittaja yritysstrategioiden pauloissa. Hämeenlinna: Talentum.
- Kallunki, J. & Kytönen, E. 2007. Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. 2011. Yrityskauppa. Helsinki: WSOY Pro.
- Kauppalehti. 2014. Nordea: Suomi häädetään AAA-luokasta ensi vuonna. <http://www.kauppalehti.fi/etusivu/nordea+suomi+haadetaan+aaa-luokasta+ensi+vuonna/201409697070>. 3.12.2014.
- Kess, M. 2011. Onnistunut sukupolvenvaihdos. Jyväskylä: Edita.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2003. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Edita Prima Oy.
- Pasonen, E., Hiltunen, M. & Turunen, H. 2000. Miten myyn yritykseni – käytännön opas pk-yrittäjälle. Helsinki: Kauppakaari.
- Porter, E. Michael. 1985 Kilpailuetu – miten ylivoimainen osaaminen luodaan ja säilytetään. Suom. Tillman, M. Espoo: Weilin+Göös.
- Puuteollisuusyrittäjät Ry. 2013. Toimialajärjestön syksyn 2013 suhdannekysely. <http://www.puuteollisuusyrittajat.fi/link.aspx?id=1251192>. 20.11.2014.
- Rakennusalan suhdanneryhmä. 2014. Rakentaminen 2014. https://www.vm.fi/vm/fi/-04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/02_taloudelliset_katsaukset/20140213Rakent/Raksuraportti_HELMIKUU-2014.pdf. 20.11.2014.
- Rantanen, J. 2012. Arvonmääritys yrityskaupassa. Helsinki: Suomen yrittäjien Sypoint Oy.
- Seligson & Co. 2014. Osakemarkkinoiden tuotto-odotus. <http://www.seligson.fi/suomi/-sijoitustieto/kysymykset/osakesijoitukset.htm>. 14.11.2014.
- Steffan, B. 2008. Essential management accounting: How to maximize profit and boost financial performance. Lontoo: Kogan Page.
- Suomen asiakastieto. 2011. Yrityksen kilpailija-analyysi. At-yritysanalyysit. Laadittu 4.7.2011.
- Suomen Pankki. 2014. Viitelainojen korot. http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/-korot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_velkapaperit_viitelainojen_-korot_fi.aspx. 14.11.2014.
- Tilastokeskus. 2014. Pienet ja keskisuuret yritykset. http://www.stat.fi/meta/kas/-pienet_ja_keski.html. 3.12.2014.
- Tilastokeskus. 2013. Pk-yritysten tilinpäätöstiedot. http://www.stat.fi/til/yrti/2013/-yrti_2013_2014-09-25_tie_001_fi.html. 2.12.2014.
- Toimitusjohtaja. 2014. Opinnäytetyö – tarkennuksia haastatteluun. Taneli.Ikonen@edu.karelia.fi. 26.11.2014.
- Työ- ja elinkeinoministeriö. 2012. Yrittäjyyskatsaus 2012. http://www.tem.fi/files/-35080/TEMjul_46_2012_web.pdf. 30.11.2014.

- Uphill, K. & Mcmillan, A. 2007. Buying and selling a business for wealth. Lontoo: Thorogood Publishing.
- Valtionvarainministeriö. 2014. Yhteisöverokanta. http://www.vm.fi/vm/fi/10_verotus/-03_elinkeinoverotus/01_yhteisovero/index.jsp. 5.12.2014
- Varamäki, E., Tall, J., Sorama, K. & Katajavirta, M. 2012. Valtakunnallinen omistajanvaihdosbarometri. <http://www.yrittajat.fi/File/32f3bd7f-f018-4c74-8295-3dbc1346da7a/OV-barometri2012.pdf>. 10.12.2014.
- Vilkkumaa, M. 2010. Yrityksen menestymisen mittarit. Helsinki: Suomen Yrityskirjat Oy.
- Yritystutkimus Ry. 2011. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Gaudeamus.

Haastattelurunko

Strategisen analyysin aihealueet

1. Kerro hieman yrityksestä.
 - a. Liiketoiminnasta
 - b. Toiminta-ajatuksesta
 - c. Henkilöstöstä
 - d. Toimintatavoista
2. Tuotteet ja markkinat
 - a. Kenelle tuotteenne on suunnattu?
 - b. Miten tuotteet, palvelu tai tuotevalikoima eroaa kilpailijoiden vastaavista?
 - c. Millainen kilpailu liiketoiminta-alueella on mielestäsi?
 - d. Millainen on yrityksen asema markkinoilla?
3. Yrityksen vahvuudet ja heikkoudet
 - a. Mitkä asiat koet yrityksen vahvuuksiksi ja menestyksen tekijöiksi?
 - b. Mitkä asiat koet yrityksen heikkouksiksi?
4. Mahdollisuudet ja uhat
 - a. Mitä mahdollisuuksia näet yrityksellä tulevaisuudessa?
 - b. Mitä uhkia kilpailijat aiheuttavat tulevaisuudessa?
 - c. Mitä mahdollisuuksia näet toimialalla?
 - d. Mitä uhkia näet toimialalla?
5. Tulevaisuus
 - a. Millaisena näet tämän liiketoiminnan yleisen kehityksen tulevaisuudessa?
 - b. Miten odotat yrityksen liiketoiminnan kehittyvän jatkossa?
 - c. Mitä haasteita yrityksellä on tulevaisuudessa?
6. Yrityskauppa
 - a. Miksi yritys myydään?
 - b. Millaiset odotukset sinulla on mahdollisesti tulevaisuudessa tapahtuvasta yrityskaupasta?
 - c. Miten arvioisit lopullisen kauppahinnan muodostumista?