

Arvonmääritys Sato Oyj

Santeri Krasila

5.1.2015



| | |
|--|---|
| Tekijä(t) Santeri Krasila | |
| Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma | |
| Opinnäytetyön nimi Arvonmääritys Sato Oyj | Sivu- ja liitesivumäärä 31 + 10 |
| <p>Opinnäytetyön tavoitteena on määritellä arvo suomalaiselle asuntosijoitusyhtiölle Sato Oyj:lle. Työssä keskitytään taloudellisten tunnuslukujen ennustamiseen, analysointiin ja sitä kautta yhtiön arvon määrittämiseen. Opinnäytetyössä kuvataan arvonmääritystä kokonaisvaltaisena prosessina ja esitellään käytetyimpiä arvonmääritysmenetelmiä sekä niiden käyttötarkoituksia. Kohdeyrityksen arvonmäärityksessä käytetään kolmea erityyppistä lähestymistapaa arvon rakentamiseen, markkina-arvopohjaisia, tuottoarvopohjaisia ja kustannusarvopohjaisia lähestymistapoja.</p> <p>Opinnäytetyössä kuvatussa markkina-arvopohjaisessa lähestymistavassa arvo muodostuu vapailla markkinoilla rakentuneiden verrokkiryitysten arvon perusteella verraten yleisesti käytettyjä tunnuslukuja toisiinsa. Tuottoarvopohjaisessa lähestymistavassa puolestaan tarkkaillaan yrityksen rahavirtoja jotka diskontataan tuottovaatimuksella nykypäivään kassavirtojen arvostusta varten. Kustannusarvopohjaisessa lähestymistavassa taas tarkastellaan kohdeyrityksen taloudellista tilannetta yrityksen IFRS muotoisen taseen kautta vertaamalla yrityksen varojen suhdetta yrityksen velkoihin. Kohdeyrityksen arvo määräytyy painottamalla näiden edellä mainittujen lähestymistapojen ja niihin liittyvien menetelmien tuottamia tuloksia sopimaan Sato Oyj:n liiketoiminnan luonteeseen ja yleisiin markkinanäkymiin.</p> <p>Arvonmäärityksen kohdeyritys Sato Oyj on suomalainen asuntosijoitusyhtiö jolla on toimintaa Suomessa ja Venäjällä. Vuonna 2007 yhtiön listautuminen Helsingin pörssiin oli lähellä, mutta peruttiin epäsuotuisan taloudellisen tilanteen johdosta. Yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa omistuksessaan noin 26 000 asuntoa liiketoiminta-alueillaan. Yhtiön keskittyessä alueellisesti kasvukeskuksiin ovat asuntojen arvonnousun näkymät hyvät. Talouden piristyessä ja vuokrahintojen noustessa yhtiön tulos on kasvanut tasaisesti vuodesta 2014, mutta yhtiön ennustaa tilinpäätöksessään globaalin talouden vaikuttavan negatiivisesti myös suomen asuntomarkkinoihin ja tätä kautta asuntosijoitusyhtiön tulokseen. Asuntojen ja vuokranhintojen kasvun odotetaan taantuvan mutta ei kuitenkaan pysähtyvän.</p> <p>Opinnäytetyössä käytettyjen arvonmääritysmenetelmien tulokset vaihtelivat välillä 1,55 mrd. euroa – 2 mrd. euroa, tulokset jakautuivat seuraavasti. Verrokkiryitysten arvoon perustuvan lähestymistavan perusteella yhtiön Sato Oyj laskennalliseksi arvoksi saatiin 1,57 – 1,59 mrd. euroa. Nettokassavirtoihin perustuvan arvonmääritysmenetelmän laskennalliseksi arvoksi saatiin 2 mrd. euroa. Taseperusteiseen nettovarallisuusarvoon perustuvan kustannusarvomenetelmän laskennalliseksi arvoksi saatiin 1,55 mrd. euroa.</p> <p>Sato Oyj on vakaan kasvun omaava yhtiö jonka tulosta ja kasvua tukevat positiivinen vuokrien ja asuntojen arvon kehitys yhtiön liiketoiminta-alueilla. Merkittävien tunnuslukujen ollessa lineaarisesti kasvavia ja yhtiön kassavirtojen ollessa hyvällä tasolla voi lähtökohdaisesti arvon ennustaa olevan substanssiarvoa suurempi.</p> | |
| Asiasanat Yrityksen arvonmääritys, arvonmääritysmallit, markkina-arvomenetelmät, tuottoarvomenetelmät, kustannusarvomenetelmät | |

Sisällys

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Johdanto | 1 |
| 1.1 | Työn rakenne | 2 |
| 2 | Arvonmääritys | 3 |
| 2.1 | Lähestymistavat | 4 |
| 2.2 | Käytännön prosessi | 5 |
| 3 | Arvonmääritysmenetelmät | 7 |
| 3.1 | Verrokkimenetelmä (Public company comparables method) | 8 |
| 3.2 | Tuottoarvopohjaiset arvonmääritysmenetelmät | 10 |
| 3.2.1 | Menetelmän kuvaus | 11 |
| 3.2.2 | Vapaiden kassavirtojen ennustaminen | 11 |
| 3.2.3 | Diskonnttauskorko | 12 |
| 3.3 | Substanssiarvo (net value) | 14 |
| 4 | Sato-konserni | 16 |
| 4.1 | Historia | 16 |
| 4.2 | Toimiala ja ympäristö | 17 |
| 4.3 | Talous ja tunnusluvut | 19 |
| 5 | Arvonmääritys Sato Oyj | 21 |
| 5.1 | Markkina-arvomenetelmä (verrokkirytykset) | 21 |
| 5.1.1 | Verrokkirytysten valinta ja analysointi | 21 |
| 5.1.2 | Hinnoittelukertoimen ja arvoajurin soveltaminen | 22 |
| 5.2 | Free Cash Flow to the Firm (FCFF) | 23 |
| 5.3 | Kohdeyrityksen substanssiarvo | 27 |
| 6 | Tulokset ja pohdinta | 29 |
| 7 | Lähteet | 31 |
| 8 | Liitteet | 34 |

1 Johdanto

Opinnäytetyön tavoitteena on määritellä arvo listaamattomalle kiinteistösijoitusyhtiölle Sato Oyj. Työssä keskitytään arvonmääritysmallien havainnollistamiseen sekä niiden laskennallisten tulosten analysointiin. Arvonmäärityksen kohdetta voidaan arvioida monesta eri näkökulmasta käyttäen apunaan monenlaisia eri tunnuslukuja sekä ennusteita. Laskennallisia arvonmääritysmalleja on käytettäväksi useita riippuen siitä miten kohteen arvo halutaan kuvata ja mikä menetelmä sopii toiminnan luonteeseen parhaiten. Kohteen arvo siis muodostetaan käyttäen erilaisia laskennallisia arvonmääritysmenetelmiä, jotka valitaan kohteen mukaisesti sopimaan kyseiseen arvonmääritystilanteeseen. Arvonmääritysmenetelmien oikeellisuudesta ja käyttötavoista käydään paljon keskustelua ja arvonmäärittelijän haasteena onkin valita oikeat menetelmät mahdollisimman luotettavan arvon estimaatin tueksi. Menetelmät poikkeavat toisistaan paljonkin, mutta antavat teoriassa kaikki saman tuloksen jos markkinoilla ei olisi epävarmuutta ja menetelmien muuttujat olisi oikein määritetty. Käytännössä menetelmät kuitenkin tuottavat hyvinkin erilaisia tuloksia (Kallunki & Niemelä 2012, 120).

Tässä opinnäytetyössä yhtiön Sato Oyj arvoa tarkastellaan kolmen eri Harri Seppäsen kuvaileman lähestymistavan kautta ja itse arvo määritellään niiden yhteydessä yleisesti käytettyjen arvonmääritysmenetelmien avulla. Käytetyissä menetelmissä tarkastellaan yhtiön varojen ja velkojen suhdetta, verrataan arvonmäärityksen kohdetta vapailla markkinoilla toimiviin listattuihin verrokkiyrityksiin ja arvostetaan yhtiön tulevat kassavirrat arvonmäärityshetkeen. Käytetyt menetelmät ottavat täten huomioon sekä yhtiön nykytilan että tulevan kehityksen ja muodostavat mahdollisimman luotettavan arvon arvonmäärityksen kohteelle Sato Oyj. Suomalaista arvonmäärityskäytäntöä koskien ei ole olemassa standardiluonteisia ohjeistuksia joten Seppänen perustaa menetelmänsä yleisten talous ja rahoitusteorioiden lisäksi kansainvälisiin arvonmäärityskäytäntöihin (Seppänen 2017, 20).

Käytetyt laskennalliset menetelmät ovat seuraavat

1. Julkisiin verrokkiyrityksiin perustuva hinnoittelukerrosmalli
2. Kassavirtoihin perustuva diskonttausmalli
3. Tasearvoon perustuva substanssiarvo

Seppäsen tapaan Rajesh Kumar kuvailee kirjassaan Valuation yrityksen arvon koostuvan kolmesta tekijästä: kassavirtojen nykyarvosta, varojen ja velkojen erotuksesta ja yhtiön markkina-arvosta (Kumar 2015). Kohteen arvonmäärityksessä on hyvä tiedostaa eri lähestymistapoihin ja laskentamalleihin liittyvät haasteet. Opinnäytetyössä käytetyt lähestymistavat ja valitut laskentamenetelmät ovat yleisesti käytettyjä yritysten arvostamisen yhteydessä, mutta sisältävät kaikki omanlaisensa haasteet arvonmäärittäjälle.

Lähestymistavan valinta riippuu pitkälti siitä, minkälaista omaisuutta kohdeyrityksellä on taseessaan, miten se on arvostettu sekä mistä yrityksen tuotot kustannuksineen koostuvat. Edellä mainitut muuttujat huomioon ottaen arvonmäärittäjä pyrkii eri menetelmiä käyttäen rakentamaan mahdollisimman luotettavan kuvan kohdeyrityksen todellisesta arvosta.

Käytetyistä menetelmistä riippuen eri laskennalliset mallit joko tarkastelevat yhtiön nykyistä tilaa historiallisten tietojen avulla tai yrittävät ennustaa yhtiön tulevaisuutta mahdollisimman tarkasti. Pablo Fernández toteaa tulevaan kehitykseen nojaavien menetelmien kuvaavan paremmin yhtiön todellista arvoa johtuen siitä että yhtiöillä voi olla hyvinkin samanlainen taloudellinen tilanne tietyinä ajanjaksona, mutta hyvin erilaiset tulevaisuuden näkymät johtuen esimerkiksi markkinoilla vallitsevasta kilpailusta. Fernández kuvailee kassavirtoihin perustuvaa menetelmää hyväksi arvoa kuvaavaksi laskennalliseksi menetelmäksi eritoten tapauksissa jossa jatkuvan liiketoiminnan kassavirrat ovat mielekkäästi ennustettavissa. Samaan tapaan myös osakkeen hinta kuvaa nykytilan lisäksi odotuksia tulevasta. Käyttäessä markkinahintoja arvonmäärittäyksessä tulee kuitenkin ottaa huomioon syyt hinnan muodostuksen takana (Fernández 2002, 47–52). Jeffery C. Hooke puolestaan painottaa kassavirtoihin perustuvan menetelmän rajallisuutta. Hooke uskoo harvan ammattilaisen luottavan pitkän tähtäimen ennusteisiin ja nostaa samalla esille tuottovaatimuksen ennustettavuuteen liittyviä haasteita (Hooke 2010, 12–14).

Opinnäytetyössä käytettyjen kassavirta ja markkina-arvo mallien sisältäessä paljon oletuksia ja ennusteita on arvonmäärittäyksen kohteelle laskettu myös substanssiarvo IFRS (international financing reporting standards) muotoisen taseen pohjalta. Substanssiarvo verifioi edellä mainittujen mallien tuloksia.

1.1 Työn rakenne

Opinnäytetyön luvussa kaksi kuvataan arvonmäärittäyksen käyttötarpeita sekä esitellään yleisesti käytettyjä lähestymistapoja jonka jälkeen perehdytään tarkemmin arvonmäärittäyksen käytännön prosesseihin ja laskentamalleihin. Työn teoriaosiossa esitellään kolmen yleisesti käytetyn lähestymistavan sisältämiä teorioita, niissä käytettyjen menetelmien käytännön vaiheita sekä laskentamallien vahvuuksia ja heikkouksia. Arvonmäärittäysmenetelmien kuvausten jälkeen perehdytään yhtiöön Sato Oyj yhtiön historian ja taloudellisten tunnuslukujen kautta, sekä kuvataan toimialan yleistä tilannetta. Yhtiön arvonmäärittäys toteutetaan käyttämällä kolmea eri arvonmäärittäysmenetelmää verraten tuloksia toisiinsa. Yhteenvedossa pohditaan käytettyjen menetelmien tuottamien lukujen oikeellisuutta ja eri menetelmien painoarvoa osana arvonmäärittäystä. Aineistoa on kerätty yhtiön julkaisemista tiedotteista, tilastokeskuksen tilastoista sekä aiheeseen liittyvästä kirjallisuudesta ja artikkeleista.

2 Arvonmääritys

Arvonmääritys on kokonaisvaltainen prosessi jota käytetään apuna tilanteissa jossa halutaan määrittää arvo valitulle kohteelle. Yhtiön todellinen arvo ilmenee harvoin suoraan tarkastelemalla yhtiön tasetta ja arvonmääritystä tarvitaankin monissa eri yhteyksissä yritystoiminnan rahoittamiseen ja yrityskauppoihin. Kohteen tai kaupan arvoon vaikuttavat monet eri osatekijät joten tarkkaa hintaa arvonmäärityksen kohteelle on vaikea määrittää, tästä johtuen apuna käytetään useita eri lähestymistapoja ja niiden sisältämiä laskentamenetelmiä. Eri lähestymistapoja ja menetelmiä käyttäen kohteen myyjän intresseissä on arvostaa kohteen tai kaupan arvo mahdollisimman korkealle kun taas ostajan tavoitteena selvittää kohteen todellinen arvo ja tuottomahdollisuudet. Seppänen toteaaakin kirjassaan Yrityksen arvonmääritys: ”Hintaa on vaikea välttää kaupanteossa – mutta kaupan kohteen arvon on se, mikä määrittää, oliko kauppa hyvä vai huono” (Seppänen 2017, 13).

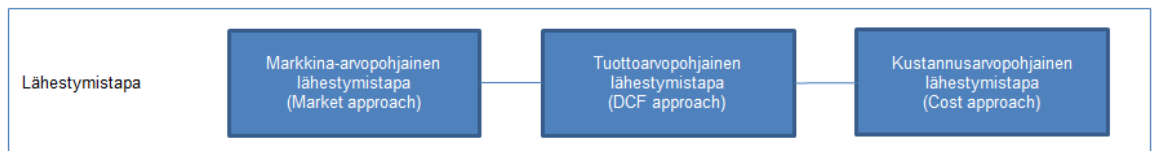
Kauppatilanteessa kohteen arvo realisoituu ja uudelle omistajalle todellinen tuottoarvo hahmottuu vasta liiketoiminnan kehittyessä ajan kanssa. Helposti erehdytään ajattelemaan että varakas yhtiö on automaattisesti arvokkaampi kokonaisuutena kuin velkainen aloitteleva yhtiö, asia voi kuitenkin olla aivan toisin. Tämä johtuu usein siitä että kohteen arvo rakentuu vaihtelevasti eri osista riippuen mistä kulmasta asiaa tarkastellaan, esimerkiksi yksityisyrittäjälle oma yritys voi vaikuttaa helposti arvokkaammalta kuin mitä se tosiasiassa on (Rantanen 2012, 9 – 11). Tässä opinnäytetyössä käytetyt lähestymistavat pyrkivät minimoimaan inhimilliset osatekijät arvonmääritysprosessista, on kuitenkin huomion-arvoista että arvon estimaatteja laatiessa inhimilliset tekijät ovat aina läsnä.

Lähtökohtaisesti kohteen arvonmääritys on aina tapauskohtainen ja määrittää kohteen arvon arvonmäärityshetkellä, tästä johtuen on tärkeää suunnitella arvonmääritysprosessi huolella ennen lähestymistavan ja sitä tukevien menetelmien valintaa. Arvonmäärityksen kohteet ovat usein laajoja kokonaisuuksia ja prosessissa pitää ottaa huomioon monta eri arvoon vaikuttavaa tekijää. Vaikka yksi ammattilainen kykenisi tarkasti määrittämään yksittäisen osa-alueen arvon, ei tämä suinkaan tarkoita että hän pystyisi hahmottamaan samalla tasolla koko kohteen todellisen arvon. Arvo määritelmänä on aina arvonmäärittelijän mielipide ja täten määrittelijän pätevyys vaikuttaa myös olennaisesti kohteen arvon oikeellisuuteen. Mielipide arvosta yleisesti muodostetaan arvioimalla joko kohteen tuottamia taloudellisia hyötyjä tulevaisuudessa tai yhtiön markkinahintaa verraten sitä markkinoilla toimiviin julkisiin yhtiöihin. Kohteen arvo joudutaan yleensä määrittelemään tilanteissa, joissa arvoa ei ole saatavissa suoraan markkinoilta tai arvo on saatavissa markkinoilta mutta ei ole luotettava tai ei palvele arvonmäärityksen käyttötarkoitusta (Seppänen 2017 19–20).

2.1 Lähestymistavat

Arvonmääritys on kokonaisvaltainen prosessi jossa määritellään arvo yritykselle, yrityksen osalle, erilliselle kohteelle tai kaupalle ottaen huomioon kaikki tekijät joilla on vaikutusta arvioitavan kohteen arvoon. Arvonmäärityksen tilanteiden sekä käyttötarkoituksen vaihdelta tulee kohteen arvonmääritystä lähestyä useasta eri näkökulmasta käyttäen eri tilanteisiin sopivia lähestymistapoja. Arvoa määriteltessä tulee myös huomioida että tarkasteltava arvo on aina arvonmäärittelijän johtopäätös käytettyjen arvonmääritysmenetelmien avulla saaduista tuloksista. Kansainvälisten arvonmääritysstandardien mukaan arvo ei ole tosiseikka, vaan mielipide (Seppänen 2017, 20).

Lähestymistavat sekä näihin liitännäiset arvonmääritysmenetelmät tulee valita aina tilanteen ja kohteen mukaan siten että ne palvelevat käyttötarkoitustaan mahdollisimman hyvin. Täten eri arvonmääritysmenetelmiä käyttäen arvonmäärittäjä pyrkii arvostamaan kohteen mahdollisimman tarkasti ja tilanteeseen sopivaksi. Yksinkertaistettuna prosessina arvonmääritys sisältää kolme vaihetta: oletukset ja ennusteet, arvonmääritysmallin valinta ja arvonmääräytyminen valitun mallin perusteella. Opinnäytetyössä yhtiön Sato Oyj arvonestimaatin luontiin on käytetty kolmea erityyppistä lähestymistapaa valittuine arvonmääritysmenetelmineen.



Kuvio 1. Lähestymistavat

Yhtiön Sato Oyj arvonmäärityksessä käytetyt lähestymistavat ovat kuvion 1 esittämät markkina-arvopohjainen, tuottoarvopohjainen ja kustannusarvopohjainen lähestymistapa. Menetelmät jaotellaan niiden sisältämien laskennallisten menetelmien perusteella.

Käytetyt lähestymistavat menetelmineen ovat valikoituneet seuraavasti. Markkina-arvoihin perustuva verrokkimenetelmä on yleisesti käytetty arvonmääritysmenetelmä joka antaa hyvän kuvan yhtiön arvosta markkinoiden toimiessa normaalisti. Menetelmä on valikoitu kuvaamaan yhtiön arvoa saman toimialan listattujen yhtiöiden kautta. Tuottoarvoihin pohjautuvaa laskentamenetelmää FCFF on mielekästä käyttää arvonmäärityksen kohteen rahavirtojen ollessa helposti ennustettavissa yhtiön liiketoiminnan luonteen takia. Tulosten verifioimisen tukena kustannuspohjainen substanssiarvo antaa hyvän kuvan arvonmäärityshetken tilanteesta taseen ollessa selkeästi jaoteltu tuottaviin eriin ja velkoihin.

Käytetyistä lähestymistavoista markkina-arvoihin pohjautuva lähestymistapa vertaa arvonmäärityksen kohteen taloudellista suoriutumista vapailla markkinoilla toimiviin listattuihin verrokkiyrityksiin. Markkinoiden luodessa arvot verrokkiyrityksille voidaan yritysten tunnuslukuja vertailemalla luoda arvo arvonmäärityskohteelle. Verrokkiyritysten arvoihin perustuva lähestymistapa on hyvin yleisesti käytetty menetelmä joka sopii arvonmäärityksen kohteen Sato Oyj arvon estimaatin luontiin yhtiön liiketoiminnan ja toimialalla toimivien verrokkiyritysten liiketoiminnan rakenteen takia. Kiinteistösijoitusyhtiöiden tase-rakenteen ollessa mielekkäästi vertailtavissa voidaan verrokkiyritysten markkina-arvosta vetää luotettavia johtopäätöksiä arvonmäärityksen kohteen arvon rakentamiseksi.

Tuottoarvoihin perustuvassa lähestymistavassa tarkoituksena on hahmotella kohdeyrityksen taloudellista suoriutumista nyt ja tulevaisuudessa arvioimalla yhtiön kassavirtoja ja näin kohteen kykyä tuottaa arvoa omistajilleen. Opinnäytetyössä vapaiden kassavirtojen ennustamiseen käytetään DCFF- menetelmää (Discounted Cash Flow For firm). Tuottoarvon laskentaan on käytettävissä useita eri laskentamalleja jotka ovat usein työläitä laskea, mutta antavat hyvän kuvan siitä mitä yritys tosiasiasa tuottaa omistajilleen. Kiinteistösijoitusyhtiön tase erien tuoton ollessa mielekkäästi ennustettavissa sopii menetelmä hyvin käytettäväksi yhtiön Sato Oyj arvonmäärityksessä.

Edellä mainittujen menetelmien tulosten verifiointia varten lasketaan yhtiölle nettoarvo eli substanssiarvo. Substanssiarvon laskennassa tarkastellaan yhtiön varojen ja velkojen erotusta. Arvonmäärityskohteen ollessa kiinteistösijoitusyhtiö substanssiarvoa on mielekästä käyttää taseen velka ja varallisuuserien ollessa selkeästi jaoteltu. Tunnuslukua käytetään harvoin yksinään arvonmääritystapauksissa sen sijaan ne usein täydentävät ja verifioivat muiden menetelmien tuottamia tuloksia.

2.2 Käytännön prosessi

Prosessin alkuvaiheessa luodaan oletuksia ja ennusteita joita varten tarvitaan kattava liiketoiminta-analyysi jossa tarkastellaan yrityksen makrotaloutta, toimialaa ja strategiaa. Liiketoiminta-analyysin lisäksi tarvitaan tilinpäätösanalyysi jolla mitataan yrityksen taloudellista suorituskykyä ja asemaa tunnuslukujen sekä toteutuneen tuloksen kautta. Liiketoiminta-, ja tilinpäätösanalyysi auttavat hahmottamaan yrityksen kokonaisvaltaista tilannetta vallitsevilla markkinoilla ja auttavat myös tilanteeseen sopivan lähestymistavan valinnassa. Toteutuessaan prosessi on kuitenkin harvoin näin suoraviivainen. Prosessin edetessä arvonmäärittäjä oppii ja kerää uutta tietoa vaihe vaiheelta joka taas vaikuttaa prosessin etenemiseen (Seppänen 2017, 26 - 27).



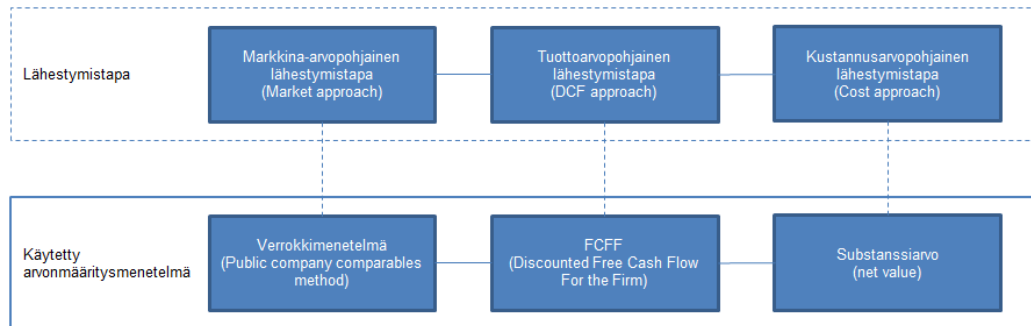
Kuvio 2. Arvonmäärittäsmalli

Pääasialliset prosessin osatekijät voidaan jakaa käytännönsäolla kuuteen osa-alueeseen. Ensin määritellään arvonmäärittäsmalli käyttötarkoituksella, kohde ja ajankohta. Nämä määrittelyt mahdollistavat standardien valinnat jotka kertovat mitä arvoa, kenelle ja missä olosuhteissa määritellään. Mitä tarkemmin nämä määrittelyt on tehty, sitä luotettavampi on arvonmäärittäsmalli lopputulos. Arvon perustojen eli standardien joukosta on useita, joista yleisimmin käytettyjä ovat käypäarvo, markkina-arvo, investointiarvo, synergistinen arvo ja likvidatioarvo. Näiden tavoitteiden sekä standardien avulla voidaan valita tilanteeseen sopiva lähestymistapa. Lähestymistavat tulevat määrittämään minkälaisia laskentamenetelmiä eli arvonmäärittäsmalleja prosessissa käytetään. Täten valittu lähestymistapa tulee yleisellä tasolla määrittämään miten kohteen arvo muodostuu. Lopuksi tuloksia analysoidaan ja niiden pohjalta tehdään johtopäätökset kohteen arvosta (Seppänen 2017 28 – 29).

Edellä mainitut tavoitteet, standardit ja lähestymistavat määrittelevät arvonmäärittäsmenetelmät sekä niiden yhteydessä käytetyt tunnusluvut ja mittarit. Arvonmäärittäsmenetelmä tulee määrittämään mitä tietoja ja lisäoletuksia arvonmäärittäsmalli on tehtävä jotta tulokset vastaavat edellä mainittuja prosessin osatekijöitä. Tietojen saatavuus vaikuttaa olennaisesti lähestymistavan sekä menetelmän valintaan (Seppänen 2017 30). Opinnäytetyössä käytettyjä arvonmäärittäsmenetelmiä esitellään tarkemmin opinnäytetyön luvussa kolme. Arvonmäärittäsmalli tulokset perustuvat valittuun menetelmään sekä menetelmän vaatimiin tunnuslukuihin. Tästä johtuen on tärkeää muodostaa näkemys myös siitä kuinka paljon tehtyihin valintoihin sisältyy epävarmuutta ja mikä on niiden kokonaisvaikutus lopputulokseen. Arvioinnissa käytetään apuna herkkyysanalyysijä, skenaarioanalyysijä, järkevyydestejä ja triangulaatio-analyysijä. Herkkyysanalyysi mittaa kokonaistuloksen vaihtelua yhtä syöttötietoa muuttaessa, skenaarioanalyysi mittaa kokonaistuloksen vaihtelua syöttötietoja muuttaessa, järkevyydesti mittaa ovatko oletukset ja ennusteet realistisia ja triangulaatio-analyysi tarkastelee syitä miksi arvo eroaa eri menetelmiä käyttäessä. Viimeisessä prosessin vaiheessa tarkastellaan johtopäätöstä ja sen syntymistä edellä mainittujen prosessin vaiheiden kautta sekä arvioidaan tulosten luotettavuutta (Seppänen 2017 31 – 32).

3 Arvonmäärittäminen

Lähestymistapojen määrittelemät arvonmäärittämenetelmät toimivat arvonmäärittäprosessin työkaluina. Arvonmäärittämenetelmiä tarvitaan kohteen arvon rakentamisessa eritavalla riippuen kuka kohteen arvon määrittelee. Tässä luvussa esitetyt menetelmät ovat kaikki yksilöllisiä ja täten tarkastelevat yhtiön arvoa eri näkökulmista tuottaen hyvinkin erilaisia tuloksia lähtöarvoista ja käyttötavasta riippuen.



Kuvio 3. Arvonmäärittämenetelmät

Arvonmäärittäksen yksilölliset lähestymistavat pitävät sisällään useita eri laskennallisia menetelmiä. Opinnäytetyössä käytetyt laskennalliset menetelmät ovat listattujen yhtiöiden tunnuslukuihin perustuva verrokkimenetelmä, jota käytetään markkina-arvopohjaisen lähestymistavan yhteydessä. Kassaviroihin perustuva FCFF (Discounted Free Cash Flow) menetelmä, jota käytetään tuottoarvopohjaisen lähestymistavan arvon määrittäksessä ja yhtiön tasearvoon perustuva nettoarvon laskenta, jota käytetään opinnäytetyössä kuvatun kustannusarvopohjaisen lähestymistavan yhteydessä.

Yrityksen arvo ja markkinahinta eivät ole vakioita joten eri arvonmäärittämenetelmistä saatavia tuloksia voidaan hyödyntää vain yksittäisissä etukäteen määritellyissä arvonmäärittästilanteissa. Arvonmäärittäskohteet ja tilanteet poikkeavat toisistaan joten myös lähestymistavat ja laskentamenetelmät valitaan tapauskohtaisesti. Tavoitteiden ja käyttötarkoituksen muuttuessa myös arvo muuttuu (Seppänen 2017, 24). Laskennallisten mallien lisäksi arvonmäärittämenetelmät pitävät sisällään oletuksia, ennusteita ja estimaatteja sekä useita tilanteen mukaan muuttuvia tekijöitä. Yhden kohteen arvonmäärittäksessä voidaan käyttää yhtä tai useampaa arvonmäärittämenetelmää ja mahdollisimman tarkan arvon estimaatin luontiin usein käytetäänkin useampaa toistaan tukevaa menetelmää. Tässä kappaleessa esitellään käytetyimpiä arvonmäärittämenetelmiä ja niiden heikkouksia sekä vahvuuksia eri tilanteissa. Arvonmäärittämenetelmiä voidaan käyttää kohteen arvonmäärittäksen lisäksi myös sisäisesti yhtiön strategisen suunnittelun ja ohjauksen tukena kuin myös ulkoisessa raportoinnissa osana yhtiön omaisuuden käypien arvojen määrittästä.

3.1 Verrokkimenetelmä (Public company comparables method)

Markkina-arvoihin pohjautuvat arvonmäärittäminen menetelmät ovat usein ensisijaisesti käytettyjä suhteellisia arvonmäärittäminen menetelmiä, joissa tarkastellaan vertailukelpoisten yritysten markkina- ja kauppahintoja sekä tunnuslukuja. Verrokkiryitysten arvoon pohjautuvaa menetelmää pidetään yleisesti luotettavana verrokkiryitysten arvon määräytyessä markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaisesti. Markkinahinta on lähtökohtaisesti tarkoin todellisen arvon mittari valitulla arvonmäärittäshetkellä (Seppänen 2017, 129–130). Vaikka markkinahinta ei aina myötäile yhtiön kykyä tuottaa todellista arvoa voidaan kuitenkin todeta pitkällä tähtäimellä markkinahinnan kuvaavan yhtiön taloudellista kehitystä ja täten arvoa (Koller 2015, 65).

Osakkeen arvon pitäessä sisällensä sekä oletuksen nykyarvosta että yhtiön tulevasta menestyksestä tai tappiosta tulee ottaa huomioon myös teorian joidenka mukaan hinnan muodostuminen osakemarkkinoilla ei ole seuraus rationaalisesta arvon määräytymisestä vaan sen sijaan yhteiskunnallisista mielentiloista (Fernandes 2002, 51–52). Markkinaperusteiseen vaihdantaan perustuvat menetelmät sopivat erityisen hyvin julkisten listattujen yhtiöiden arvon määritykseen, mutta menetelmien avulla voidaan myös määrittellä arvo listaamattomalle yhtiölle edellyttäen että yhtiö julkaisee riittävän kattavasti toimintaa kuvaavia tunnuslukuja.

Kohdeyrityksen arvoa tarkastellaan markkina- ja kauppahintoihin perustuvan hinnoittelukertoimen kautta, joka muodostetaan jakamalla yrityksen arvo erikseen määritetyllä suorituskyvyn mittarilla (arvoajuri) esimerkiksi kassavirtaa kuvaavalla luvulla. Laskentakaava tekee verrokkiryityksistä vertailukelpoisia poistamalla yhtälöstä koon vaikutuksen. Opin näytetyössä vertailulukuna on käytetty taloudellista suorituskykyä kuvaavia tunnuslukuja.

$$V/FCF = \frac{1}{k - g}$$

FCF = vapaa kassavirta

V = markkina-arvo tai transaktion kauppahinta

g = arvoajurin kasvuvuhti (%)

k = riski ja tuottovaatimus (%)

Kannattavuus, kasvu ja riski vaikuttavat hinnoittelukertoimeen ja käytettyihin prosenttilukuihin kuten yrityksen arvoon yleisesti ja täten mallin luotettavuuden kannalta edellä mainittujen muuttujien tulisi olla toimialaansa kuvaavia yhdessä kohdeyrityksen kanssa. Hinnoittelukertoimen käytön vaatiessa oletuksia ja ennustamista pitää myös mittavirheet ottaa huomioon arvonmäärittämisprosessissa. Verrokkiryityksiin pohjautuvien arvonmäärittämenetelmien mallit sisältävät kuitenkin tulkinnanvaraisuuksia yhtiöiden ja transaktioiden poike-

nessa toisistaan, myös malleissa käytetyn informaation laatu ja luotettavuus vaikuttavat merkittävästi menetelmän tuottamaan lopputulokseen. Täten harkinnalla, huolellisella pohjatyöllä, informaation laadulla sekä arvonmäärittäjän kokemuksella on vaikutus mallin ja arvon estimaatin tarkkuuteen (Seppänen 2017 129 – 130).

Markkina-arvopohjaisessa lähestymistavassa valitaan ensin yritykset johon kohdeyritystä verrataan. Saman toimialan verrokkiyritykset tulisi valita siten että niiden arvoon vaikuttavat tekijät ovat mahdollisimman samankaltaiset kohdeyrityksen kanssa. Valinnan jälkeen valittujen yritysten yleisiä tunnuslukuja verrataan toisiinsa. Esimerkkejä kyseisistä tunnusluvuista ovat liikevaihto, liikevaihdon kasvu, vieraanpääoman tuotto ja liiketoiminnan kateprosentti. Vertailussa käy ilmi yritysten taloudellinen suoriutuminen toisiinsa nähden.

Seuraavaksi vertailtaville yrityksille valitaan ja lasketaan kappaleessa 3.1 mainittu hinnoittelukerroin. Hinnoittelukertoimeksi käy esimerkiksi hyvin tunnusluku joka kuvaa yrityksen kykyä tuottaa kassavirtaa. Esimerkkejä käytetyistä hinnoittelukertoimista ovat: P/E, EV/S, EV/EBIT, jossa EV = yrityksen velaton arvo, S = liikevaihto, EBIT= liikevoitto. Tämän jälkeen yritysten hinnoittelukertoimille lasketaan keskiluku (keskiarvo, mediaani) jota käytetään estimoidun oman pääoman arvon laskennassa (Seppänen 2017 133 - 135).

$$\text{Yrityksen arvo} = \text{hinnoittelukerroin} \times \text{yrityksen arvoajuri}$$

Yrityksen arvo muodostuu täten kertomalla valittu hinnoittelukerroin yrityksen arvoajurilla. Esimerkinä: EV/S * FCF. Jossa liiketoiminnan arvo jaettuna liikevaihdolla kerrotaan vapaata kassavirtaa kuvaavalla tunnusluvulla. Hinnoittelukertoimia ja arvoajureita tulee käyttää useampia jotta arvonmääritelmästä saadaan mahdollisimman kattava eri tunnuslukujen osalta.

Markkina- ja kauppahintoihin perustuvassa lähestymistavassa verrokkiyritysten arvoon vaikuttavien tekijöiden hinnat määräytyvät avoimilla markkinoilla ja markkinoiden tuottaessa valmiita arvon määrittämissä käytettäviä tunnuslukuja voidaan menetelmää pitää oikein käytettynä luotettavana. Julkisesti listattuja yhtiöitä voidaan käyttää myös listaamattomien yhtiöiden arvonmäärittämissä. Markkinoiden tuottaessa valmiita lukuja voivat markkinat kuitenkin olla niin sanotusti väärässä eli tuottaa väärän arvostuksen verrokkiyritykselle markkina- ja kauppahintoihin perustuvan menetelmän kuitenkin olettaessa markkinahintojen olevan aina oikeassa. Menetelmä ei myöskään tunnista sitä onko toimiala yleisesti ali- tai ylihinnoiteltu (Hooke 2010, 224). Yritysten on oltava laadultaan ja määrältään riittävän vertailukelpoisia kohdeyrityksen kanssa ja näiden yritysten löytäminen voi joissain tapauksissa osoittautua haastavaksi. Malli vaatii kannattavuuden, kasvun ja riskin analysointia joka pitää sisällään objektiivisuuden käsitteen (Seppänen 2017 181).

3.2 Tuottoarvopohjaiset arvonmäärittämenetelmät

Tuottoarvoihin perustuvan lähestymistavan eri laskentamallit perustuvat kaikki yhtiön tulevaisuudessa omistajilleen tuottamien kassavirtojen arviointiin. Arvonmäärittämenetelmät ottavat huomioon yhtiön tase erien lisäksi niiden tulevaisuudessa generoimat tuotot. Kassavirtoihin ja lisäarvoihin perustuvat menetelmät tuottavat useasti luotettavamman kuvan yhtiön todellisesta arvosta kun osinkoperusteiset mallit (Kallunki & Niemelä 2012, 120). Yhtiö voi olla todella varakas ja silti tuottaa huonosti uusia varoja omistajilleen, onko tällöin varakkaan yhtiön todellinen arvo suurempi kuin vähävaraisemman kassavirroiltaan tuottavamman yhtiön. Yritystoiminnan todellinen arvo perustuu yrityksen kykyyn tuottaa arvoa omistajilleen tulevaisuudessa (Rantanen 2012, 87).

Kohdeyrityksen kannattavuuden ja kasvun arviointi vaatii tarkkaa taloudellista analyysiä luotettavien syöttötietojen tuottamiseksi. Koska malli perustuu tulevien tuottojen arvon kuvaamiseen, yrityksen historiallisilla tiedoilla ei ole merkitystä elleivät ne auta kuvaamaan tulevaisuudessa saatavaa arvoa. Menetelmät voidaan jakaa kolmeen eri luokkaan: diskontattujen kassavirtojen menetelmät, diskontattujen lisäarvojen menetelmät ja pääomistuskoron ja – kertoimen menetelmät (Seppänen 2017 184 – 186).

Opinnäytetyössä Yhtiön Sato Oyj arviointiin käytetään mainituista menetelmistä diskontattujen kassavirtojen menetelmää jossa kuvaavana tunnuslukuna käytetään nettorahavirtaa. Kaikkien laskennallistenmenetelmien tarkoituksena on luoda mahdollisimman tarkka arvio yrityksen tulevaisuudessa saavista tuotoista ja diskontata nämä tuotot nykyarvoon, näin luodaan kohteelle ennustettu arvo arvonmäärittäshetkellä. Tuottoja ennustaessa tulisi ottaa huomioon kaikki mahdolliset ennustemallit ja käyttää laskennassa näiden keskiarvoa jota painotetaan tuottojen toteutumisen todennäköisyydellä (Seppänen 2017 186, 187).

Arvonmäärittäksen kohteesta riippuen mallin avulla voidaan määrittää oman pääoman tai koko yrityksen arvo (Kallunki & Niemelä 2012, 120). Laskentamallit ovat hyvin muokattavissa ja tuottavat suoraa tietoa siitä mistä yrityksen todellinen arvo koostuu. Tuottoarvomenetelmissä yrityksen arvon määrittävät kassavirrat, niiden määrä ja ajoitus, kesto sekä omistajien tuottovaatimus. Tuottoarvomenetelmät sopivat hyvin monenlaisiin eri käyttötarkoituksiin ja toimivat usein joko ensisijaisena tai täydentävinä arvonmäärittämenetelminä (Seppänen 2017 183, 273). Opinnäytetyössä menetelmää sovelletaan sijoitusyhtiöön, mutta kyseinen laskentamalli sopii myös hyvin yksittäisenkin asunnon tuottavuuden ja arvon määrittelyyn.

3.2.1 Menetelmän kuvaus

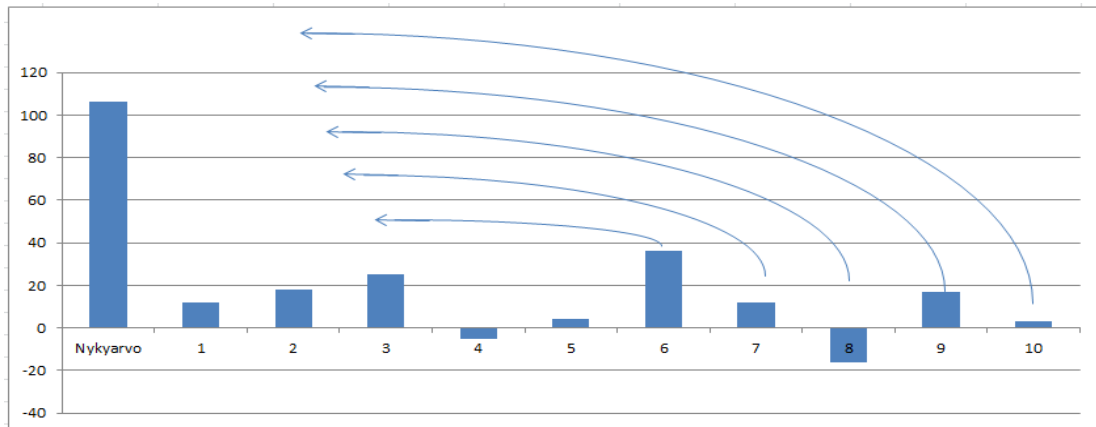
Rahoitusteorioihin perustuvissa menetelmissä kassavirrat diskontataan nykyhetkeen omistajien tuottovaatimuksella. Yrityksen arvo on täten tulevien kassavirtojen nykyarvo (Kallunki & Niemelä 2012, 107). Tuottoarvo kuvaa rahan aika-arvon lisäksi myös kassavirtojen oletettuun toteutumiseen kohdistuvaa riskiä. Yrityksen kannattavuus ja kasvu auttavat kassavirtojen määrittelyssä kun taas näihin sidonnainen riski määrittää omistajien tuottovaatimuksen (Seppänen 2017 95). Tuottoarvomenetelmät vastaavat kysymyksiin paljon yritys tuottaa, missä ajassa ja millä varmuudella sekä kenelle arvoa tulevaisuudessa tuotetaan (Rantanen 2012, 80 – 81). Kirjassa *Valuation, measuring and managing the value of companies* menetelmää on kuvattu jatkuvan arvontuotannon menetelmänä.

$$\text{Yrityksen arvo} = \frac{\text{Ennustetut kassavirrat}}{\text{Diskonttauskorko \% - kasvu \%}}$$

Lähestymistavassa yrityksen arvo rakentuu jakamalla ennustetut kassavirrat diskonttauskorolla josta on vähennetty ennustettu liiketoiminnan kasvu. Laskelmassa käytetty diskonttauskorko määräytyy oman ja/tai vieraan pääoman tuottovaatimuksen mukaisesti. Yrityksen kassavirtoihin vaikuttavat monet eri osatekijät. Makrotalous ja toimiala muokkaavat arvonmäärityksen kohteen strategioita jotka auttavat luomaan ennusteet kannattavuudelle ja kasvulle. Kannattavuutta ja kasvua arvioidessa tulee ottaa huomioon operatiiviseen toimintaan ja rahoitukseen liittyvät riskit jotka taas määrittävät laskentamallin diskonttauskoron. Diskonttauskoron muodostumista kuvataan tarkemmin luvussa 3.2.3. Kassavirtaennusteet ja riskiin perustuva diskonttauskorko yhdessä luovat kaavan yrityksen arvonmääritykselle (Seppänen 2017 186).

3.2.2 Vapaiden kassavirtojen ennustaminen

Liiketoiminnan vapaita kassavirtoja ennustaessa tulee ensin erotella yrityksen operatiiviset varat ja velat yrityksen ei – operatiivisten toimintojen vastaavista eristä. Ennusteet tulisi laatia välillisesti suoriteperusteisen kirjanpidon käytännön mukaisesti. Käytäntö tasoittaa kassavirtojen heilahteluita ja täten helpottaa ennusteiden laatimista jaksotusten avulla (Seppänen 2017 205). Vapaa kassavirta tunnuslukuna kuvastaa yhtiön omistajille liiketoiminnasta jäävää osuutta määrätyn tilikauden jälkeen. Tätä osuutta ennustamalla saadaan hyvin kuva yhtiön arvosta arvonmäärityshetkellä.



Kuvio 4. Diskontatut kassavirrat

Yhtiön ennustetut kassavirrat diskontataan eli arvostetaan nykyhetkeen. Diskonttaamisella tarkoitetaan tulevien rahavirtojen arvon määrittämistä nykyaikaan. Mitä kauempana arvonmäärityshetkestä arvioidut kassavirrat ovat sitä vähempiarvoisia ne ovat nykyhetkessä. Arvonmääritysmalli esittää tulevien kassavirtojen nykyarvon ja täten tuottaa arvion yhtiön tämänhetkisestä arvosta tulevien kassavirtojen perusteella. Mitä tarkemmat ennusteet ovat sitä tarkemmaksi yrityksen nykyarvo muodostuu.

Tulevaisuuden kassavirtojen arvioiden tulisi kuvata mahdollisimman tarkasti todellista tilannetta. Ennustettavan tilanteen luominen vaatii oikaisuita esimerkiksi satunaiset tuotot ja kulut tulisi poistaa tuloslaskelmasta kokonaan (Rantanen 2012, 80 – 81). Mitä pidemmälle kassavirtoja voidaan luotettavasti ennustaa sitä tarkempi mallin tuottama arvo tulee olemaan. Välillisessä ennustamisessa on kyse yrityksen tuloslaskelman ja taseen ennustamisesta, joka vaatii tilinpäätöksen rakenteellista ymmärtämistä. Mekaanisessa prosessissa hahmotellaan yrityksen taloudellista suorituskykyä, investointeja sekä pääomaraken-
netta ja sen tuottoa (Seppänen 2017 205).

Kassavirtojen ennusteet jaetaan eri ennustejaksoihin sisältäen tarkan ennustejakson sekä edellä mainitun jakson jälkeisen ajan olettaen yrityksen toiminnan jatkuvan ikuisuuteen. Ennustejakson pituudella ei ole vaikutusta yrityksen arvoon tosin tarkan ennustejakson pituus vaikuttaa tuloksen luotettavuuteen (Koller 2015, 265)

3.2.3 Diskonttauskorko

Diskonttauskorko edustaa tietyn riskitason oletettua tuottoa. Diskonttauskorkoa määriteltäessä tulee erotella kaksi olennaista laskentamallia. CAPM-malli (Capital Asset Pricing Model) joka määrittää tuottovaatimuksen yhtiön omalle pääomalle ja WACC (Weighted Average Cost of Capital) joka määrittää tuottovaatimuksen yhtiön omalle sekä vieraalle pääomalle.

Yleisesti ottaen sijoittajien tuottovaatimus kasvaa tuottojen epävarmuuden kasvaessa eli mitä korkeampi sijoittajien riski sitä korkeampi sijoituskohteen tuottovaatimus.

CAPM-malli eli pääomamarkkinoiden hinnoittelumalli määrittelee valitun kohteen tuottovaatimuksen, jossa β -kerroin vaihtelee kohdeyrityksen ja markkinoiden liikkeiden mukaan. CAPM-mallia voidaan soveltaa osakkeiden arvon tuottovaatimuksen määrittelyssä (Seppänen 2017, 223). Laskentamalli luo tuottovaatimuksen yrityksen taseen omalle pääomalle.

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

CAPM-mallin teorian mukaan tuotto odotusten tulisi olla korkeammat kuin markkinoiden niin sanotut riskittömät tuotot. Mallin riskittöminä tuottoina voidaan pitää esimerkiksi valtion velkakirjojen korkotuottoja. Riskittömään korkoon lisätään Beta-kerroin kerrottuna niin sanotulla riskipreemiolla. Riskipreemio koostuu markkinatuottojen ja riskittömän koron erotuksesta. Markkinatuottojen määrittelyssä on käytetty Helsingin pörssin indeksia OMXH25 joka kuvastaa pörssin 25 vaihdetuimman osakkeen hintakehitystä.

$$WACC = r_e \times w_e + r_d, AT$$

Yleisemmin yrityksen arvonmäärityksen diskonttauskoron laskentaan sovelletussa WACC-mallissa korkona käytetään koko pääoman painotettua keskimääräistä kustannusta. Mallin tavoitteena on laskea oman pääoman ja korollisten velkojen tuottovaatimuksen keskiarvo yrityksen pääomarakenne huomioon ottaen (Seppänen 2017 223 – 227). Mallissa käytetään hyväksi CAPM-mallin oman pääoman tuottovaatimusta johon lisätään vieraan pääoman tuottovaatimus joka määritellään tarkastelemalla maksettujen korkojen ja lainan suhdetta. Opinnäytetyön laskentamallissa tuottovaatimuksena on käytetty yhtiön koko pääomalle laskettua tuottovaatimusta WACC. Tuottovaatimus on johdettu listattujen verrokkiyritysten oman sekä vieraan pääoman lasketusta tuottovaatimuksesta.

Menetelmää sovellettaessa ensin valitaan arvonmäärityksen tavoitteeseen sopiva malli riippuen siitä halutaanko kohteen arvo määrittää kassavirtojen, taloudellisten lisäarvon vai pääomistuksen koron mukaan. Mallin valinnan jälkeen määritellään tuottoarvomenetelmään sopiva vapaa kassavirta. Seuraavaksi valitaan tarkka ennustejakso ja määritellään ennustejakson pituus. Tarkka ennustejakso tulisi määritellä päättyväksi siihen hetkeen kun yritys saavuttaa vakiokasvun ja tasaisen kannattavuuden tason. Tarkan ennustejakson päättyessä alkaa jatkuvan kasvun ajanjakso joka huomioidaan mallissa erikseen. Mallin ja tarkan ennustejakson valinnan jälkeen tulee luoda ennusteet yrityksen taloudelliselle suoriutumiselle. Vapaiden kassavirtojen ennuste luodaan hahmottamalla yrityksen tuloslaskelman ja taseen kehitystä tarkan sekä jatkuvan ennustejakson aikana. Kassavirtojen

ennusteiden jälkeen lasketaan valitun mallin mukainen diskonttaus korko jonka tulee olla yhteensopiva kassavirtojen ennustemallin kanssa. Viimeisessä vaiheessa lasketaan yhteen vapaiden kassavirtojen nykyarvo tuottovaatimuksineen ja selvitetään liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärä osakekohtaista arvonmäärittystä varten. Ennen arvon estimaatin muodostumista teetetään herkkyyksianalyysi ja vaihteluväli laskelmat johtopäätösten tueksi (Seppänen 2017 203, 204).

Tuottovaatimusmenetelmät arvonmäärittämissä menetelminä ovat teoreettisesti perusteltuja ja hyvin joustavia menetelmiä jotka havainnollistavat kattavasti mistä yrityksen arvo todellisuudessa koostuu. Mallin perusteella voidaan myös hyvin tarkastella yrityksen kasvun taustatekijöitä sekä tuloskehityksen edellytyksiä ja täten yrityksen johdon huomio kiinnittyy tekijöihin jotka maksimoivat yrityksen arvon pitkällä aikavälillä (Kallunki & Niemelä 2012, 107). Menetelmät voivat kuitenkin olla monimutkaisia käyttää ja vaativat usein arvonmäärittäjältä perusteellista yrityksen arvoa tuottavien tekijöiden ymmärtämistä toimiakseen. Kassavirtoihin ja diskonttauskorkoon vaikuttavat monet eri osatekijät joten mallit vaativat useita oletuksia ja ennusteita luoden täten riskin ennuste- ja mittausvirheille (Seppänen 2017 273, 274).

3.3 Substanssiarvo (net value)

Kustannusarvioon perustuvia arvonmäärittämissä menetelmiä käytetään vain harvoin ensisijaisina arvonmäärittämissä menetelminä. Koska menetelmät eivät huomioi tehokkaasti kannattavuutta, kasvua tai riskiä niitä hyödynnetään usein tilanteissa joissa markkina-arvo tai tuottoarvo eivät kuvaa parhaiten yrityksen arvoa. Aloittavat yritykset, sijoitusyhtiöt tai lopettavat yhtiöt ovat hyviä esimerkkejä kyseisistä tilanteista. Menetelmän periaatteena on arvostaa yhtiön varallisuuserät uudelle omistajalle siten että omistajavaihdoksen yhteydessä varallisuuseristä ei tulla maksamaan enempää kuin mitä niillä on arvoa myyjälle. Substanssiarvon määrittelyssä korostuu tase erien arvostusmenetelmät, koska ne vaikuttavat merkittävästi erien laskennalliseen arvoon. Pääasiallisesti menetelmää käytetäänkin toissijaisena arvonmäärittämissä menetelmänä saatujen tulosten verifiointiin (Seppänen 2017, 275 – 277). Menetelmissä arvioitavalle kohteelle määritellään nettovarallisuuden arvo eli substanssiarvo vähentämällä kohteen yhteenlasketuista varallisuuseristä velat. Substanssiarvon määrittäminen vaatii ensisijaisesti kaikkien varallisuus sekä velkaerien arvostamisen todelliseen nykyarvoon. Vaikka menetelmä kuulostaa yksinkertaiselta voi varallisuuserien arvostaminen olla työlästäkin riippuen yhtiön koosta ja rakenteesta (Seppänen 2017 275 – 277).

Oikeissa tilanteissa menetelmä tuottaa tarvittavan määrän tietoa ja sitä on helppo käyttää sekä soveltaa tarpeen vaatimalla tavalla. Menetelmä on helposti ymmärrettävä ja tuottaa hyödyllistä tietoa usealle eri taholle moneen eri tarkoitukseen. Menetelmää voidaan ja usein käytetäänkin muiden arvonmääritysmenetelmien tulosten verifiointiin. Suurten sekä monella toimialalla toimivien arvonmäärityskohteiden arvojen estimointi voi kuitenkin olla hyvin aikaa vievää ja vaivalloista eritoten jos kohteella on toimintaa useissa eri maissa tai kohteella on velkoja jotka realisoituvat yrityksen toiminnan päättyessä. Menetelmä ei myöskään huomioi toiminnan jatkuessa sen omistajilleen tuottavaa lisäarvoa eli tuottoarvoa, joten menetelmä sopii vain tietyntyyppisiin arvonmääritystilanteisiin (Seppänen 293 – 294).

4 Sato-konserni

Sato Oyj on suomalainen asuntosijoitusyhtiö joka tarjoaa vuokratoteja Suomessa ja Venäjällä. Sato Oyj:n omistuksessa on noin 26 000 asuntoa Suomessa ja Pietarissa. Yhtiö keskittyy kasvukeskusten asuntosijoittamiseen toiminta-alueina pääkaupunkiseutu, Tampere, Turku, Jyväskylä, Oulu ja Pietari. Vuoden 2018 lopussa yhtiön sijoitusomistuksen käypä arvo oli noin 3,9 miljardia euroa.

Taulukko 1. Sato Oyj osakkaiden jakauma

OSAKKEIDEN JAKAUMA 31.12.2018

| Omistaja | Osakkeet, kpl | Omistusosuus, % |
|---|---------------|-----------------|
| BALDER FINSKA OTAS AB (omistaja: Fastighets AB Balder, 100 %) | 30 882 806 | 54,4 % |
| STICHTING DEPOSITARY APG STRATEGIC REAL ESTATE POOL | 12 811 647 | 22,6 % |
| KESKINÄINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ ELO | 7 233 081 | 12,7 % |
| VALTION ELÄKERAHASTO | 2 796 200 | 4,9 % |
| RAKENNUSLIITTO RY | 619 300 | 1,2 % |
| ERKKA VALKILA | 390 000 | 0,7 % |
| HENGITYSSAIRAUKSIEN TUTKIMUSSÄÄTIÖ | 227 000 | 0,4 % |
| RAUSANNE OY | 194 920 | 0,3 % |
| TUULA ENTELÄ | 179 000 | 0,3 % |
| MUUT OSAKKEENOMISTAJAT (106 KPL) | 1 289 113 | 2,3 % |

Kolmen suurimman omistajan yhteenlaskettu omistus on 89,7 % kaikista yhtiön osakkeista, jäljelle jäävät omistukset vaihtelevat 0,3 % -4,9 % välillä. Balder Finska Otas Ab on Sato Oyj:n suurin omistaja yli 50 % omistuksella.

Vuoden 2018 lopussa Sato Oyj:llä oli 116 merkittyä osakkeenomistajaa. Osakkeiden vaihtuvuus on ollut todella vähäistä 0,71 % vuoden 2018 aikana. Osakepääoma 31.12.2018 oli 4 442 192,00€ yhtiön nimellisarvottomien osakkeiden lukumäärän ollessa 56 783 067 kpl. Osinkoa on ehdotettu jaettavaksi 0,5€/osake (2017: 0,5€/osake) (Sato Oyj).

4.1 Historia

Ensimmäiset Sato-yhtiöt perustettiin 1940-luvulla Helsinkiin ja Tampereelle, tuolloisina yhtiön osakkaina rakennusteollisuuden ja -kaupan yritykset sekä eräät vakuutuslaitokset. 1950-luvulla perustettiin Keskus-Sato Oy jonka tavoitteena oli yhteisvoimin asuntoa vailla olevien ihmisten kanssa edistää asuntorakentamista eri puolilla Suomea. Samoihin aikoihin asuntotuotannosta kiinnostuneiden tahojen sallittiin merkitä Keskus-Sato Oy:n osak-

keita ja täten luotiin perusta nykyiselle osakasrakenteelle. Yritysten ja kuntien omistusosuus oli vuosikymmenen lopussa 69 %.

1960-luvulla yhtiö panosti aluerakentamiseen. Laajimmat maahankinnat toteutuivat pääkaupunkiseudulta ja ensimmäiset aluerakentamissopimukset solmittiin Espooseen ja Vantaalle. Yhtiö aloitti asuntosäästämisyhteistyön pankkien kanssa sekä avasi ensimmäisen Sato-asuntomyymälän Suomeen. 1970-luvulla Sato-yhtiöiden määrä saavutti 28 yhtiön lukumäärän ja asuinrakennusten lisäksi yhtiöstä tuli myös merkittävä liike- ja palvelurakennusten rakennuttaja.

1980-luvulla Keskus-Sato Oy:n pääosakkaat myivät alueelliset omistuksena takaisin yhtiölle ja kuntaosakkaiden määrä kohosi kuuteenkymmeneen. Vuosikymmenen aikana yhtiö aloitti toimintansa silloisen Neuvostoliiton alueilla ja konserni alkoi muodostua.

1990-luvulla liiketoiminta laajeni asuntojen omistus ja isännöintitoimintaan ja yhtiö kasvoi asuntosijoitusyhtiöksi. Osakeannit laajensivat osakas pohjaa ja konsernirakenteen tiivistäminen saatiin päätökseen. Yhtiö vaihtoi nimeään Keskus-Sato Oy:stä Sato-yhtymä Oyj:hin. Vuonna 1998 Sato-yhtymä Oyj asuntotuotanto ylitti 200 000 asunnon rajan.

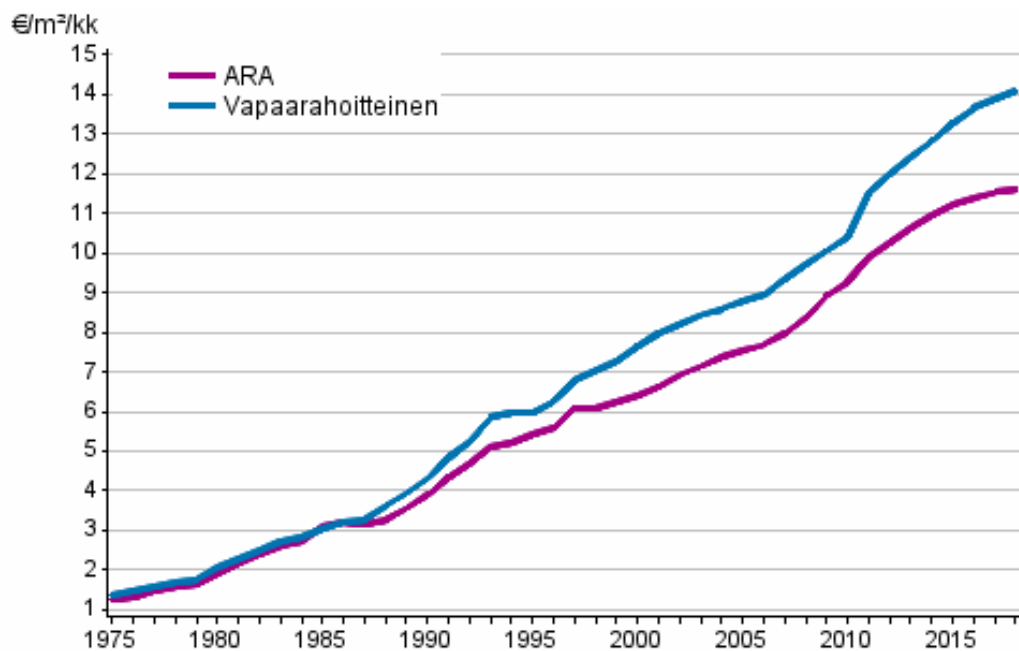
2000-luvulla asuntoinvestointien ollessa vuositasolla noin 100 milj. euroa Sato nousi yhdeksi Suomen suurimmista asuntosijoitusyhtiöistä ja aloitti asuntoinvestoinnit Pietariin. Suomessa toimintaa keskitettiin pääkaupunkiseudun, Turun, Tampereen, Oulun ja Jyväskylän alueille. Osakemarkkinoiden negatiivisen kehityksen vuoksi yhtiö perui listautumisensa Helsingin pörssiin vuonna 2007. Sato-yhtymä Oyj muutti nimekseen Sato Oyj.

2010-luvulla yhtiö tekee merkittäviä investointeja asuntokantansa kasvattamiseen. Vuonna 2016 yhtiö hankkii yhteensä noin 2300 asuntoa. Asuntokannan kasvattamisen ohella yhtiö panostaa myös tilasuunnitteluun ja tekee sopimuksen laajakaistatoimittajan Telian kanssa. SATO HotelliKodin toiminta myydään Forenomille vuonna 2018. Isännöintitoiminta palaa osaksi yhtiön liiketoimintamallia keväällä 2017 (Sato Oyj).

4.2 Toimiala ja ympäristö

Sato Oyj määrittelee päätoimialakseen rahoitusalan holdingyhtiöiden toiminnan toimialakuvauksena asuntosijoittaminen. Toimialakuvauksessa yhtiö määrittelee voivansa joko itse tai tytäryhtiöidensä kautta omistaa tai tuottaa kiinteistöjä ja osakkeita sekä harjoittaa vuokraus ja isännöintitoimintaa. Yhtiö voi myös harjoittaa kiinteistöjen kauppaa ja välitys-toimintaa. (kauppalehti 2019)

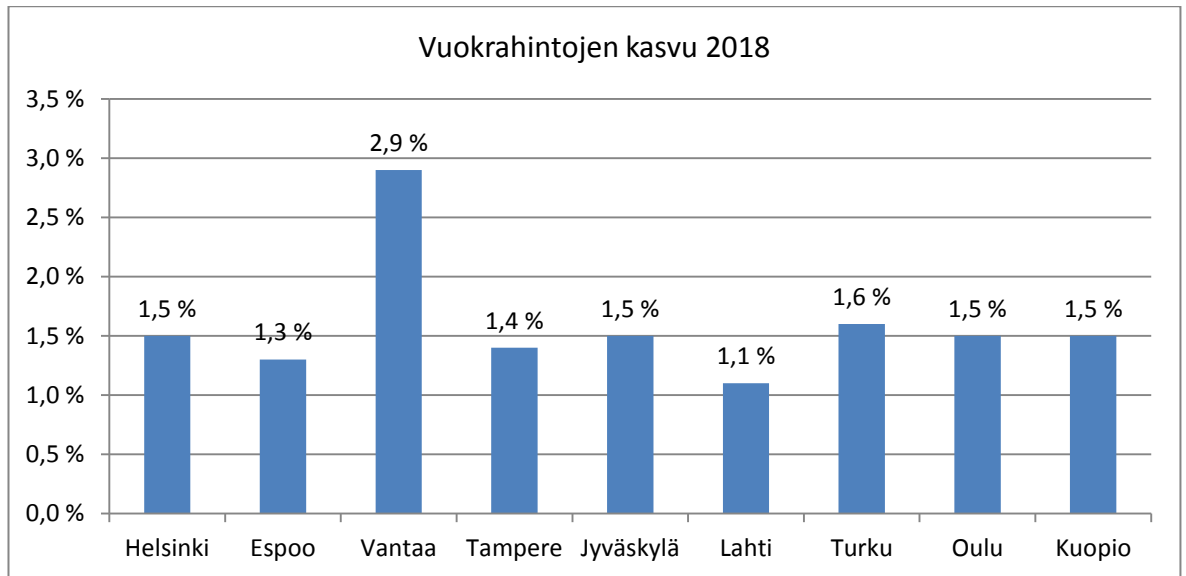
Pitkäjäksoinen talouskasvu on kiihdyttänyt vuokrahintojen nousua kasvukeskuksissa vaikuttaen positiivisesti Sato Oyj tuloskehitykseen. Talouden nousu ja sitä kautta työllisyyden vahvistuminen ovat vaikuttaneet suotuisasti asuntomarkkinoihin. On hyvä kuitenkin ottaa huomioon että vaikka vuokrahintojen nousun odotetaan jatkuvan, on toimintaympäristö muuttumassa haasteellisemmaksi globaalissa taloudessa vaikuttavien epävarmuustekijöiden takia. Merkkejä maailmatalouden kasvun hidastumisesta on jo ilmassa ja on selvää että Suomen talous seuraa globaaleja suuntauksia. (Sato Oyj).



Kuvio 5. Vuokrien kehitys Suomi

Tilastokeskuksen mukaan keskimääräiset neliövuokrat ovat nousseet jyrkästi tarkastelujaksolla 1975–2018 (kuvio 5.). Pääkaupunkiseudulla keskineliöhinta oli 18,66 euroa neliöltä kun taas muualla Suomessa 11,85 euroa neliöltä. Tilastokeskuksen mukaan vuokra-asuntojen vuokrat nousivat Suomessa vuonna 2018 keskimäärin 1,1 %. Sato Oyj:n keskityessä kasvukeskuksiin tukee kaupungistumisen trendi yhtiön tulosta.

Arvonmäärittelijän näkökulmasta epävarmuustekijöiden kasvaessa ennustettavuus hankaloituu ja täten riskit suurenevät. Edellä mainituilla tekijöillä on oma vaikutuksensa lainarahan hintaan, joka taas vaikuttaa arvioitavan yhtiön kustannuksiin ja sitä kautta tulokseen. Lainarahan keskikorko vuoden 2018 lopussa oli 2,1 %. Vuokra-, ja asuntojenhintojen kasvun oletetaan pysyvän kasvukeskuksissa positiivisena, mutta kasvun hidastuvat tulevien vuosien aikana. Tuottoarvolaskelmissa arviot huomioita laskemalla arvioitavan yhtiön kasvuodotuksia 8 prosentista maltillisempaan 6 prosenttiin.



Kuvio 6. Vuokrahintojen kasvu

Tilastokeskuksen mukaan vuokrahintojen kasvu oli vuonna 2018 korkeimmalla Vantaan alueella, muiden tarkasteltavien kaupunkien kasvu yhteneväistä. Vuokra-, sekä asuntojen hintojen positiivinen kehitys on erityisesti keskittynyt kasvukeskuksiin. Hintojen kehitys lupaa hyvää yhtiön tulokselle Sato Oyj:n keskittyessä näihin kasvualueisiin.

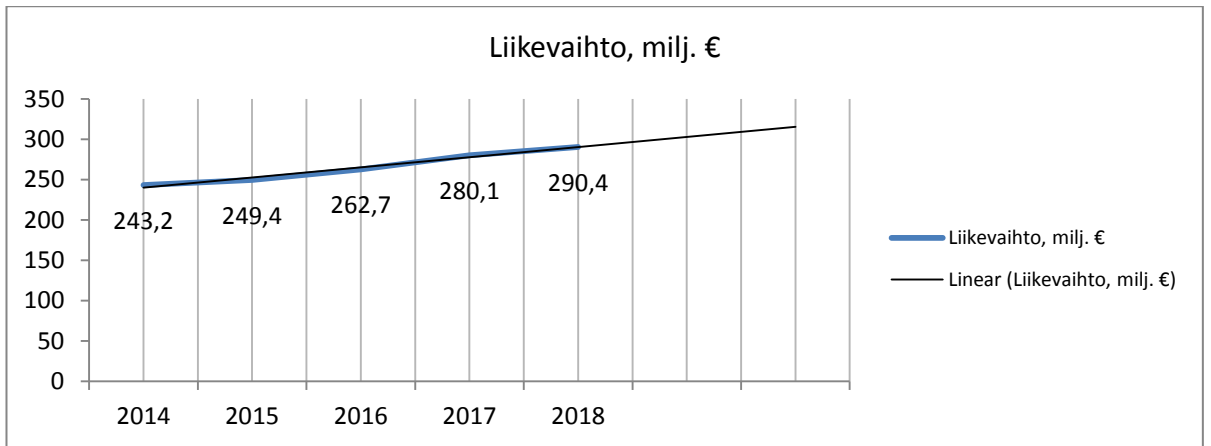
4.3 Talous ja tunnusluvut

Sato Oyj:n harjoittaessa sijoitustoimintaa yhtiön tulos muodostuu pääosin vuokratuotoista, myyntituloista sekä sijoituskiinteistöjen arvon muutoksesta. Liiketoimintaan sijoitettu pääoman vuonna 2018 oli 3536,7 miljoonaa euroa (2017: 3329,3 milj. €). Yhtiön ollessa liiketoiminnaltaan sijoitusyhtiö tärkeänä mittarina kannattavuutta tarkastellessa toimii sijoitetun pääoman tuotto- % joka oli vuonna 2018 7,9 % (2017: 7,1 %).

Taulukko 2. Sato Oyj tunnusluvut

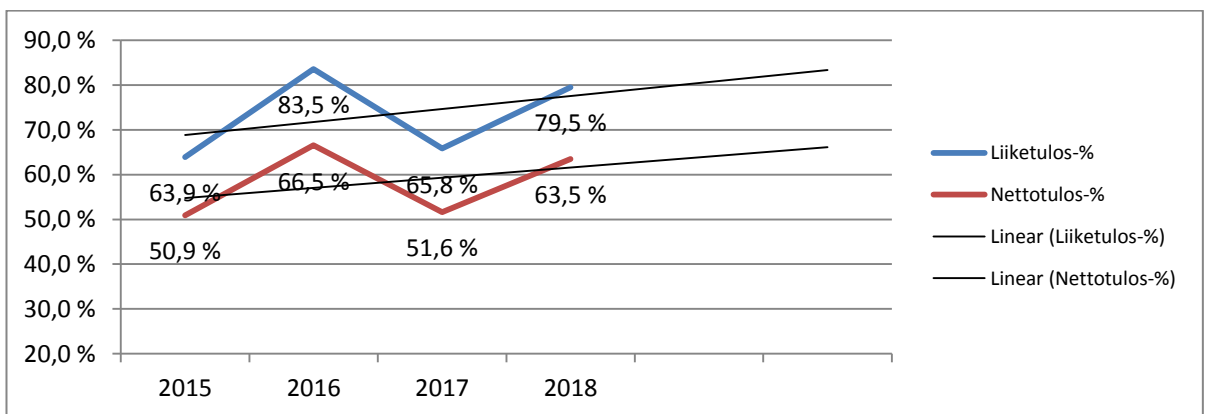
| Sato Oyj | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 249,4 | 262,7 | 280,1 | 290,4 |
| Liikevaihdon kasvu- % | 2,5 % | 5,3 % | 6,6 % | 3,6 % |
| Liiketulos | 159,4 | 219,4 | 184,4 | 230,8 |
| Liiketulos- % | 64 % | 84 % | 66 % | 79 % |
| Nettotulos | 127,0 | 174,7 | 144,6 | 184,3 |
| Nettotulos- % | 51 % | 67 % | 52 % | 63 % |
| Sijoitetun pääoman tuotto- % | 7,6 % | 9,1 % | 7,1 % | 7,9 % |
| Oman pääoman tuotto- % | 13,5 % | 15,6 % | 11,0 % | 12,4 % |

Opinnäytetyön keskeisimpinä tunnuslukuina ovat liikevaihto, liiketulos, nettotulos sekä sijoitetun että oman pääoman tuotto- %.



Kuvio 7. Sato Oyj liikevaihdon kehitys

Yhtiön liikevaihto on kasvanut tasaisesti tarkasteltavan ajanjakson puitteissa, liikevaihdon ollessa vuonna 2014 243 miljoonaa euroa vuoteen 2018 290,4 miljoonaa euroa. Yhtiön liikevaihto on lineaarisesti kasvava ja myötäilee täten vuokra-, sekä asuntojenhintojen kasvua yhtiön toiminta-alueilla.



Kuvio 8. Sato Oyj liiketuloksen ja nettotulokset kehitys

Yhtiön kannattavuutta kuvaavien tunnuslukujen liiketulos- % ja nettotulos- %, kehityssuunta on yhteneväinen tarkasteltavan ajanjakson 2015–2018 osalta. Liiketulos- % sekä nettotulos- % taloudellinen kehityssuunta on lineaarisesti kasvava. Mainittujen tunnuslukujen kehityksen ollessa yhtenäinen arvonmäärityksen kohteen Sato Oyj tuloksen ennustamisen voidaan todeta olevan luotettavammalla pohjalla.

5 Arvonmääritys Sato Oyj

Yhtiön Sato Oyj arvonmääritys toteutetaan käyttämällä kolmea opinnäytetyössä mainittua lähestymistapaa. Arvonmäärityksen laskentamenetelminä toimivat lähestymistapojen yhteydessä käytetyt arvonmääritysmenetelmät. Käytetyt menetelmät ovat: verrokkiyritysten markkina-arvoon pohjautuva markkina-arvomenetelmä, nettorahavirtoihin pohjautuva tuotoarvomenetelmä FCFF (Free Cash Flow to the Firm) sekä tasearvoon pohjautuva kustannusarvomenetelmä (substanssiarvo).

5.1 Markkina-arvomenetelmä (verrokkiyritykset)

Markkina-arvomenetelmässä valitaan ensin vapailta markkinoilta verrokkiyritykset joiden tunnuslukuja verrataan arvonmäärityksen kohteen tunnuslukuihin. Verrokkiyritysten valinnan jälkeen määritellään hinnoittelukertoimet valituille verrokkiyrityksille ja lasketaan kertoimille vaihteluväli ja keskiluku. Hinnoittelukertoimen laskennan jälkeen määritellään kertoimeen sovellettava kohdeyrityksen arvoajuri. Hinnoittelukerroin ja arvoajuri yhdessä tuottavat laskennallisen arvon estimaatin kohdeyritykselle.

5.1.1 Verrokkiyritysten valinta ja analysointi

Verrokkiyrityksiksi vapailta markkinoilta valitaan Kojamo Oyj, Citycon Oyj sekä Technopolis Oyj. Kaikki mainitut yhtiöt ovat listattuna pörssissä ja täten julkisen kaupan kohteena. Yhtiöt ovat liiketoiminnan luonteeltaan samankaltaiset ja sopivat täten verrokkiyrityksiksi.

Taulukko 3. Verrokkiyritykset

| | <i>Kojamo Oyj</i> | <i>Citycon Oyj</i> | <i>Technopolis Oyj</i> |
|---|--------------------|--------------------|------------------------|
| <i>Osakkeen keskiarvo (3.9.–28.12.2018)</i> | 9,10 | 8,73 | 4,68 |
| <i>Osakkeiden määrä</i> | 247144399 | 177998525 | 158793662 |
| <i>Markkina-arvo</i> | 2 247 799 667,06 € | 1 553 201 944,07 € | 742 477 994,78 € |
| <i>Tulos per osake 2018</i> | 0,93 | 0,02 | 0,39 |
| <i>P/E</i> | 9,78 | 436,30 | 11,99 |

Laskelmissa verrokkiyritysten tunnuslukuina on käytetty markkina-arvoa ja osakekohtaista tunnuslukua P/E, joka kuvaa osakekohtaisen tuloksen suhdetta osakkeen hintaan. Yhtiöiden markkina-arvot on laskettu neljän kuukauden keskimääräisen osakekurssin mukaan kertomalla tulos osakkeiden määrällä. P/E luku on saatu jakamalla keskimääräinen osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella vuodelta 2018. Citycon Oyj:n poikkeuksellisen korkea P/E luku johtuu pääasiassa käyvän arvon tappioista, nettorahoituskulujen kasvusta ja kiinteistöjen myyntien sekä valuuttakurssien vaikutuksista.

Taulukko 4. Verrokkiyritysten tunnuslukujen keskiarvot

| Tunnusluvut (5v keskiarvo) | Liikevaihto | ROE (%) |
|----------------------------|-------------|---------|
| Sato Oyj | 265,2 | 13,3 % |
| Kojamo Oyj | 354,6 | 11,0 % |
| Citycon Oyj | 305,4 | 4,6 % |
| Technopolis Oyj | 172,3 | 6,8 % |

Arvonmäärittämisen kohteelle sekä verrokkiyrityksille valitaan taloudellista suoriutumista kuvaavat tunnusluvut, joille lasketaan keskiarvot vertailua varten. Arvonmäärittämissä tunnusluvuiksi ovat valikoituneet liikevaihto ja oman pääoman tuotto prosentti. Liikevaihdollisesti mitattuna Kojamo Oyj saa suurimman arvon 354,5 milj. €. Oman pääoman tuottoa tarkastellessa Sato Oyj saa suurimman arvon 13,3 %. Yhtiöiden tunnuslukujen vertailu on esitetty tarkemmalla tasolla opinnäytetyön liitteessä neljä.

Taulukko 5. Verrokkiyritysten yritysarvot

| Liiketoiminnan arvo (EV) | Kojamo Oyj | Citycon Oyj | Technopolis Oyj |
|--------------------------------------|------------|-------------|-----------------|
| Oman pääoman markkina-arvo | 2,25 | 1,55 | 0,74 |
| + Korollisten velkojen markkina-arvo | 3,13 | 2,53 | 1,04 |
| Enterprise value | 5,38 | 4,09 | 1,78 |

Hinnoittelukertoimen laskentaa varten verrokkiyrityksille määritellään tunnusluku nimeltään yritysarvo (EV). Tunnusluku lasketaan lisäämällä yhtiön oman pääoman markkina-arvoon yhtiön korolliset velat. Yritysarvo määritellään markkina-arvon perusteella joten tunnusluvut lasketaan vain listatuille verrokkiyrityksille. Kojamon Oyj:n liiketoiminnan arvoksi todetaan 5,38 mrd.€, Citycon Oyj:n arvoksi 4,09 mrd.€ ja Technopolis Oyj:n arvoksi 1,78 mrd. €.

5.1.2 Hinnoittelukertoimen ja arvoajurin soveltaminen

Taulukko 6. Hinnoittelukertoimet ja arvoajurit

| Hinnoittelukerroin | P/E | EV/S |
|--------------------|-------|-------|
| Kojamo Oyj | 9,8 | 0,015 |
| Citycon Oyj | 436,3 | 0,013 |
| Technopolis Oyj | 12,0 | 0,010 |
| Keskiarvo | 152,7 | 0,013 |
| Mediaani | 12,0 | 0,013 |
| Minimi | 9,8 | 0,010 |
| Maksimi | 436,3 | 0,015 |

Hinnoittelukertoimet muodostetaan valittujen tunnuslukujen ja verrokkiyritysten markkina-arvon (EV) perusteella.

Hinnoittelukertoimiksi ovat valikoituneet seuraavat tunnusluvut: P/E ja EV/S, jossa S kuvastaa yhtiön keskimääräistä liikevaihtoa viiden vuoden ajalta. Mainitut hinnoittelukertoimet lasketaan jakamalla yhtiön osakkeen arvo osakekohtaisella tuloksella (P/E) sekä jakamalla liiketoiminnan arvo liikevaihdolla (EV/S).

Taulukko 7. Oman pääoman arvon laskenta

| <i>Kohdeyrityksen arvoajuri</i> | <i>(ROE)</i> | <i>(liikevaihto)</i> |
|--|--------------|----------------------|
| Hinnoittelukerroin | P/E | EV/S |
| <i>Verrokkihinnoittelukerroin: mediaani</i> | <i>12,0</i> | <i>0,013</i> |
| <i>X kohdeyrityksen arvoajuri</i> | <i>0,13</i> | <i>265,16</i> |
| <i>Liiketoiminnan arvo (EV)</i> | <i>-</i> | <i>3,55</i> |
| <i>+ ei operatiivisten varojen markkina-arvo</i> | <i>-</i> | <i>-</i> |
| <i>- korollisten velkojen määrä</i> | <i>-</i> | <i>1,98</i> |
| Estimoitu oman pääoman arvo | 1,59 | 1,57 |

Hinnoittelukertoimien määrittelyn jälkeen sovelletaan tunnuslukua arvonmäärityksen kohteen arvoajuriin. Verrokkirytysten hinnoittelukertoimen mediaani kerrotaan kohdeyrityksen valitulla arvoajurilla joka tuottaa estimoidun liiketoiminnan arvon kohdeyritykselle. Markkina-arvopohjainen arvonmääritysmenetelmä tuottaa arvonmäärityksen kohteen Sato Oyj oman pääoman arvoksi 1,57 – 1,59 mrd. euroa. Vaihteluväli syntyy eri hinnoittelukertoimen käytöstä riippuen siitä määritelläänkö yhtiön arvo omanpääoman tuoton vai liikevaihdon perusteella. Useamman tunnusluvun käyttö auttaa hahmottamaan oman pääoman arvon useammasta näkökulmasta.

5.2 Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

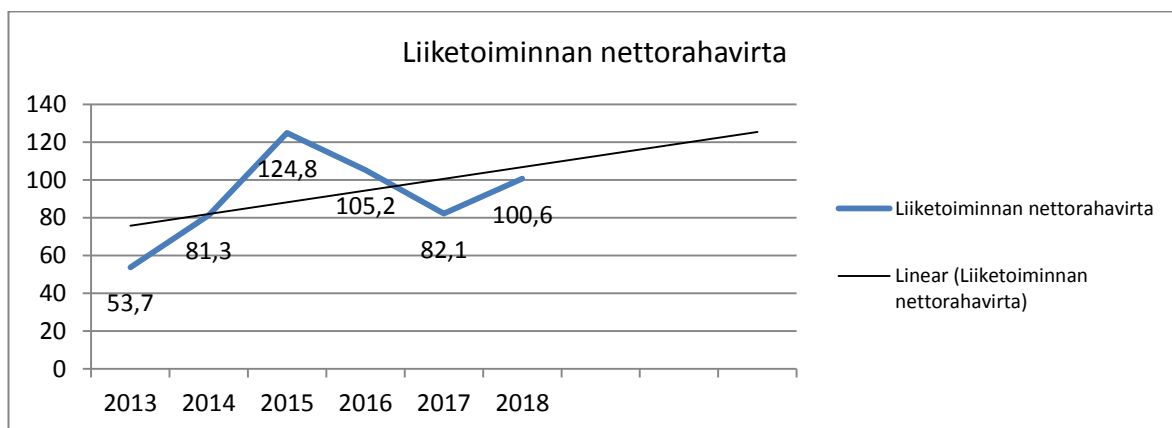
Vapaan kassavirran arvostamisen menetelmässä (FCFF) määritellään ensin kassavirtoja ja sitä kautta yhtiön tuottoja kuvaava tunnusluku. Tunnusluvun valinnan jälkeen ennustetaan historiatietoja hyväksi käyttäen tarkasteluajankohdan lähtöarvo käytetyille kassavirtoja kuvaavalle luvulle, opinnäytetyössä lähtöarvo on määriteltä lineaarisen yhtälön avulla.

Lähtöarvon selvityksen jälkeen määritellään tuottovaatimus joko omalle pääomalle (CAPM) tai omalle sekä vieraalle pääomalle (WACC). Arvonmäärityksessä Sato Oyj tuottovaatimus (WACC) on määriteltä käyttäen hyväksi saman toimialan keskimääräistä riskiä kuvaavaa β lukua. Viimeisenä tunnuslukuna laskelmia varten ennustetaan kassavirtoja kuvaavalle tunnusluvulle kasvuprosentti. Edellä mainittujen lähtöarvojen avulla diskontataan ennalta määritetyn ajanjakson kassavirrat arvonmäärityshetkeen. Arvonmäärityskohteen arvo saadaan vähentämällä kassavirtojen nykyarvosta korolliset velat johon lisätään rahoitusomaisuus.

Taulukko 8. Liiketoiminnan nettorahavirta

| Liiketoiminnan rahavirrat | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|--|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Tilikauden voitto | 184,3 | 144,6 | 174,7 | 127 |
| Oikaisut: | | | | |
| Tulosvaikutteiset erät, joihin ei liity maksutapahtumaa | -102,1 | -66,2 | -122,5 | -55,4 |
| Sijoituskiinteistöjen ja käyttöomaisuuden luovutusvoitot ja -tappiot | -3,9 | 0,3 | -1 | -8,6 |
| Muut oikaisut | 0 | 0,4 | 0 | -2,5 |
| Korkokulut ja muut rahoituskulut | 43,5 | 46,5 | 48,4 | 38,3 |
| Korkotuotot | -0,9 | -0,6 | -0,6 | -0,8 |
| Osinkotuotot | 0 | -0,1 | 0 | 0 |
| Verot | 46,5 | 39,8 | 44,8 | 32,5 |
| Rahavirta ennen käyttöpääoman muutosta | 167,4 | 164,7 | 143,7 | 128,8 |
| Käyttöpääoman muutos: | | | | |
| Myyntisaamisten ja muiden saamisten muutos | 0,9 | 2,5 | -1,4 | -1,1 |
| Vaihto-omaisuuden muutos | | | 7 | 76,7 |
| Ostovelkojen ja muiden velkojen muutos | 5,7 | -13,6 | 12,1 | -20,2 |
| Maksetut korot | -45,2 | -46,2 | -43 | -40,9 |
| Saadut korot | 1 | 0,6 | 0,5 | 0,9 |
| Maksetut verot | -29,2 | -25,8 | -13,8 | -21 |
| Liiketoiminnan nettorahavirta | 100,6 | 82,1 | 105,2 | 124,8 |

Kassavirtojen ennustamiseen käytetään Sato Oyj:n tunnuslukua liiketoiminnan nettorahavirta, joka kuvaa yhtiön jäävää omistajille jaettavaa rahallista arvoa tilikauden päättyessä. Liiketoiminnan nettorahavirta on laskettu vähentämällä liiketoiminnan rahavirrasta käyttöpääoman muutoksen, korot sekä verot. Vuonna 2015 arvonmäärityksen kohteen liiketoiminnan nettorahavirta on ollut 124,8 milj. € vuoteen 2018 100,6 milj. €.



Kuvio 9. Liiketoiminnan nettorahavirta

Liiketoiminnan nettorahavirtaa on ennustettu lineaarisen yhtälön avulla vuosille 2013–2021 jonka perusteella lähtöarvoksi laskelmille todetaan 111,6 milj. €. Nettorahavirtaa on diskontattu nykyarvoon vuosittain ottaen huomioon omistajien vieraan ja oman pääoman tuottovaatimuksen (WACC).

Taulukko 9. Sato Oyj nettovuokratuotto

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------|-------|--------|---------|---------|--------|
| Nettovuokratuotto | 146,2 | 151,8 | 167,1 | 188,4 | 198,5 |
| Kasvu % | | 3,83 % | 10,08 % | 12,75 % | 5,36 % |

Asuntosijoittamisen ollessa yhtiön pääliiketoiminta laskelmissa suuntaa antavana lukuna on käytetty nettovuokratuottoa. Vuoden 2018 nettovuokratuoton kasvu oli 5,36 % verraten vuoteen 2017. Talouden epävarmoista kasvuennusteista johtuen tarkan ennustejakson aikana laskelmissa on käytetty hyvinkin maltillista kasvuprosenttia 2,0 % -3,3 %.

Taulukko 10. Nettorahavirran nykyarvo

| Vuosi | a | Nettorahavirta | Kasvu- % | WACC | Nykyarvo |
|-------|----|----------------|----------|--------|----------|
| 2014 | | 81,3 | | | |
| 2015 | | 124,8 | | | |
| 2016 | | 105,2 | | | |
| 2017 | | 82,1 | | | |
| 2018 | | 108,0 | | | |
| 2019 | 1 | 111,6 | 3,3 % | 3,92 % | 107,39 |
| 2020 | 2 | 115,3 | 3,3 % | 3,92 % | 106,75 |
| 2021 | 3 | 118,7 | 3,0 % | 3,92 % | 105,80 |
| 2022 | 4 | 121,1 | 2,0 % | 3,92 % | 103,85 |
| 2023 | 5 | 123,5 | 2,0 % | 3,92 % | 101,93 |
| 2024 | 6 | 126,0 | 2,0 % | 3,92 % | 100,05 |
| 2025 | 7 | 128,5 | 2,0 % | 3,92 % | 98,20 |
| 2026 | 8 | 131,1 | 2,0 % | 3,92 % | 96,39 |
| 2027 | 9 | 133,7 | 2,0 % | 3,92 % | 94,60 |
| 2028 | 10 | 136,4 | 2,0 % | 3,92 % | 92,86 |

Arvonmäärityskohteen kassavirrat on diskontattu kymmenen vuoden ajanjaksolta alkaen vuodesta 2019. Laskelmissa tuottovaatimuksen (WACC) määrittelyssä on käytetty apuna toimialan verrokkiyritysten keskimääräistä β -kerrointa 0,6. Kertoimella 0,6 laskettuna Sato Oyj:n tuottovaatimukseksi saadaan 3,92 % ottaen huomioon oman sekä vieraan pääoman tuottovaatimuksen (liite 5). Tuottovaatimuksen alhaista tasoa selittää arvonmäärityksen ajankohdan matala korkotasoa sekä liiketoiminnan maltillinen riskitaso.

Taulukko 11. Terminaalijakson laskenta ja lopputulokset

| Terminaalijakso | |
|------------------------------------|---------|
| Rahavirtojen nykyarvo (1-5v) | 1007,82 |
| Terminaalijakson kasvu prosentti | 2,0 % |
| Terminaalijakson tuottovaatimus | 5,00 % |
| Rahavirtojen päätearvo | 94,71 |
| Terminaaliarvo | 3157,12 |
| Arvonmäärityshetken terminaaliarvo | 2604,92 |
| Enterprise value (EV) | 3612,74 |
| Korollinen velka | 1635,00 |
| | 19 |
| Oman pääoman arvo | 1996,74 |

Tarkan ennustejakson jälkeen lasketaan kassavirroille terminaalijakson arvo. Terminaalijakso kuvaa kassavirtojen nykyarvoa toiminnan jatkuessa pitkälle tulevaisuuteen. Terminaalijakson laskennassa on käytetty kasvuprosenttina 2 % ja tuottovaatimuksena vastaavaa tunnuslukua kuin tarkan ennustejakson aikana 3,92 %.

Tarkan ennustejakson kassavirtojen nykyarvoon (1007,82) lisätään terminaalijakson arvo (2604,92) josta muodostuu yhtiön kokonaisarvo (enterprise value). Laskelmien mukaan vapaan kassavirran nykyarvoksi saadaan 3612,74 milj. € josta vähennetään korolliset velat 1635,0 milj. € ja lisätään rahoitusomaisuus 19 milj. €. Täten yhtiön laskennalliseksi arvoksi vapaiden kassavirtojen perusteella saadaan 1996,74 milj. €.

Taulukko 12. Herkkyysanalyysi

| | Kasvu- % | | |
|---------|----------|--------|--------|
| | 1,0 % | 2,0 % | 3,0 % |
| WACC- % | | | |
| 4,0 % | 1971,2 | 3299,2 | 7283,2 |
| 4,5 % | 1602,7 | 2517,7 | 4652,7 |
| 5,0 % | 1326,4 | 1996,7 | 3337,5 |
| 5,5 % | 1111,4 | 1624,6 | 2548,4 |
| 6,0 % | 939,5 | 1345,5 | 2022,3 |

Laskelmien tueksi teetetään herkkyysanalyysi joka kuvaa yrityksen oman pääoman arvon vaihtelua ennustettavien tunnuslukujen muuttuessa. Herkkyysanalyysin laskennassa muuttujina on käytetty terminaalijakson ennustettavia tunnuslukuja kasvu- % ja tuottovaatimus WACC- %.

5.3 Kohdeyrittäjän substanssiarvo

Yhtiön päätoimialan ollessa asuntosijoitus lasketaan nettovarallisuuden arvo yhtiön taseesta vähentämällä varallisuuseristä jotka ovat pääasiallisesti sijoituskiinteistöjä yhtiön velat. Nettovarallisuuden arvoa eli substanssiarvoa on käytetty opinnäytetyössä suuntaa antavana muita arvonmäärittämenetelmiä tukevana menetelmänä. Yhtiön ollessa kiinteistö-sijoitusyhtiö substanssiarvo antaa hyvän kuvan yhtiön varallisuudesta. Nettovarallisuuden laskennassa on käytetty yhtiön viimeisintä vuoden 2018 päättäneitä IFRS muotoista tasetta.

Taulukko 13. Sato Oyj tase 2018

| | |
|---|----------------|
| VARAT | Milj. € |
| Pitkäaikaiset varat | |
| Sijoituskiinteistöt | 3875,1 |
| Aineelliset hyödykkeet | 2,4 |
| Aineettomat hyödykkeet | 2,6 |
| Osuudet yhteis- ja osakkuusyrityksissä | 0 |
| Muut pitkäaikaiset sijoitukset | 1,9 |
| Saamiset | 8,5 |
| Laskennalliset verosaamiset | 12,9 |
| Yhteensä | 3903,4 |
| Lyhytaikaiset varat | |
| Myyntisaamiset ja muut saamiset | 11,9 |
| Tilikauden verotettavaan tuloon perustuvat verosaamiset | 1,7 |
| Rahavarat | 5,4 |
| Yhteensä | 19 |
| VARAT YHTEENSÄ | 3922,4 |
| VELAT | Milj. € |
| Pitkäaikaiset velat | |
| Laskennalliset verovelat | 273,2 |
| Varaukset | 2 |
| Johdannaisvelat | 39,7 |
| Korottomat velat | 1,3 |
| Korolliset velat | 1635 |
| Yhteensä | 1951,3 |
| Lyhytaikaiset velat | |
| Ostovelat ja muut velat | 64,4 |
| Varaukset | 2,7 |
| Tilikauden verotettavaan tuloon perustuvat verovelat | 2,3 |
| Korolliset velat | 347,2 |
| Yhteensä | 416,6 |
| VELAT YHTEENSÄ | 2367,9 |

Yhtiön nettovarallisuuden arvoksi saadaan vähentämällä yhtiön varoista 3922,4 milj. € yhtiön velat 2367,9 milj. € yhteensä 1,554 mrd. €. Tuloskehityksen ja mitattavien tunnuslukujen kehityksen ollessa nousujohteisia pidetään substanssiarvoa yhtiön vähimmäisarvona.

Substanssiarvoa määriteltessä on olennaista miten yhtiöt ovat arvostaneet varallisuus-eränsä taseessa. Sato Oyj on vuoden 2018 alusta alkaen luokitellut sijoituskiinteistöihin myös rakentamattoman tonttivarannon sekä rakenteilla olevat kohteet joita ei aikaisemmin luokiteltu yhtiön sijoituskiinteistöihin. Kokonaisuudessaan yhtiö määrittelee osaksi sijoituskiinteistöjään seuraavat omistukset: vuokra-asunnot, liiketilat, autopaidat, rakentamattomat maa-alueet sekä erilliset kehityshankkeet. Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen arvonmääritysprosessi toteutetaan kvartaaleittain yhteistyössä erillisen yhtiön (JLL) kanssa. Yhtiön sijoituskiinteistöt kierretään läpi kerran kolmessa vuodessa. Sato Oyj:n sijoituskiinteistöt arvostetaan alkuperäisen kirjauksen yhteydessä ensin hankintamenoon ja sen jälkeen käypään arvoon. Käyvänarvon muutoksista syntyvät voitot ja tappiot kirjataan tulosvaikutteisesti sille kaudelle jolla ne syntyvät.

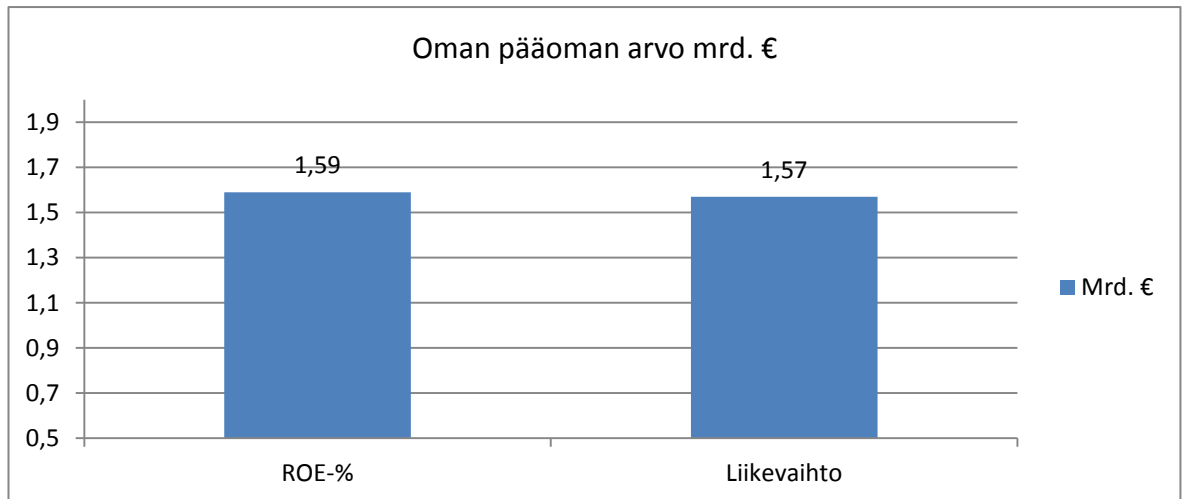
Sato Oyj jakaa sijoituskiinteistöjen arvonmääritysmenetelmät kolmeen kategoriaan riippuen arvostettavasta kohteesta: kauppa-arvo, tuottoarvo, hankintameno. Kauppa-arvomenetelmässä tarkastellaan myytyjen kohteiden markkinadataa viimeisen kahden vuoden ajalta johon tehdään vähennykset kohteen kunnon ja sijainnin perusteella. Markkinadatan tuottaa CGI Suomi Oy. Tuottoarvomenetelmässä pääomitetaan nettovuokratuotot tuottovaatimuksella joka oli vuonna 2018 5-7 prosenttia. Rakenteilla olevat kohteet arvostetaan hankintamenoon josta vähennetään mahdolliset arvonalentumiset (Sato Oyj tilinpäätös 2018).

Verrokkiyritys Kojamo Oyj arvostaa kiinteistöomaisuutensa käypään arvoon neljänneksittäin. Viimeisin lausunto on annettu ulkopuolisen kumppanin toimesta vuoden 2018 lopussa. Yhtiö käyttää apunaan saman periaatteen arvonmääritysmenetelmiä kuin kohdeyritys Sato Oyj. Tulosvaikutteiset kirjaukset arvonmäärityksen osalta tehdään myös vastaavalla tavalla mainittujen yritysten kohdalla (Kojamo Oyj tilinpäätös 2018).

6 Tulokset ja pohdinta

Opinnäytetyössä käytettyjen arvonmäärittämenetelmien tulokset vaihtelivat välillä 1,55 mrd. euroa – 2 mrd. euroa, tulokset jakautuivat seuraavasti.

Käytetyn verrokkirytyksiin perustuvan markkina-arvomenetelmän perusteella yhtiön Sato Oyj laskennalliseksi arvoksi saatiin 1,57 – 1,59 mrd. euroa riippuen käytetyistä tulosta kuvaavista arvoajureista ROE % ja liikevaihto.



Kuvio 10. Oman pääoman laskennallinen arvo

Käyttäen arvoajurina tunnuslukua ROE- % Sato Oyj:n oman pääoman laskennalliseksi arvoksi saatiin 1,59 mrd. € ja käyttäen arvoajurina liikevaihtoa laskennalliseksi arvoksi saatiin 1,57 mrd. €. Kiinteistösijoitusyhtiönä oman pääoman tuoton merkitys korostuu ja yhtiö mainitseekin tilinpäätöksessään tunnusluvun olevan tärkeimpiä liiketoiminnan mittareita, täten markkina-arvomenetelmän tulosten osalta painotetaan estimaatissa tunnuslukua ROE- %.

Nettokassavirtoihin perustuvan arvonmäärittämenetelmän (FCFF) laskennalliseksi arvoksi saatiin 2 mrd. euroa. Tunnusluvun arvoon vaikuttavat merkittävästi kasvu- % sekä yhtiön pääoman tuottovaatimus. Tuottovaatimuksena laskelmissa käytettiin saman liiketoiminnan verrokkirytyksestä johdettua vastaavaa lukua joka kuvaa hyvin kiinteistösijoitusyhtiön tuottovaatimusta ja sopii täten käytettäväksi kohdeyrityksen arvonmäärittäksessä.

Yhtiön tuottovaatimus on hyvinkin maltillinen johtuen matalasta riskistä suhteessa yleisiin markkinoihin. Kasvuprosenttia auttaa hahmottelemaan yhtiön keskimääräinen nettovuokratuottojen kasvu jota on korjattu alaspäin ottaen huomioon yhtiön arvioimat tulevat haasteet yleisiin suhdanteisiin liittyen.

Laskentamenetelmä pitää sisällään monia oletuksia ja tulokset vaihtelevat merkittävästi riippuen arvioiden oikeellisuudesta, tämän huomioon ottaen laskelmissa on käytetty hyvinkin maltillisia lukuja liiketoiminnan kehitys huomioon ottaen.

Taseperusteiseen nettovarallisuusarvoon perustuvan kustannusarvomenetelmän laskennalliseksi arvoksi saatiin 1,55 mrd. €. Nettovarallisuusarvo toimii kiinteistöyhtiön arvomäärityksessä hyvänä arvon mittarina johtuen siitä että yhtiön taserakenne on hyvin selkeä varojen ja velkojen osalta. Toisaalta menetelmässä tulee ottaa huomioon yhtiön taseerien arvostamisperiaatteet, jotka olivat tilinpäätöksen kertomuksen mukaan hyvin samankaltaiset verrokkiyrityksen Kojamo kanssa. Yhtiön tase-erien arvostamisesta kerrottiin luvussa 5.3. Yhtiön tuloksen ollessa positiivinen ja lineaarisesti kasvava voidaan nettovarallisuusarvoa pitää yhtiön Sato Oyj vähimmäisarvona.

Suomalaisten listaamattomien yhtiöiden markkinapaikka <https://privanet.fi/investing> muodostaa yhtiön Sato Oyj markkina-arvoksi 1,513mrd€. Markkina-arvo määritellään käyttäen osakekohtaisia tunnuslukuja ja sen voidaan todeta olevan linjassa opinnäytetyn tulosten kanssa. Osakkeiden vähäisen vaihdannan takia markkinapaikan arvoa ei kuitenkaan voida pitää täysin luotettavana ja on mainittu tässä yhteenvedossa vain vertailun vuoksi.

Sato Oyj on vakaan kasvun omaava yhtiö jonka tulosta ja kasvua tukevat positiivinen vuokrien ja asuntojen arvon kehitys yhtiön liiketoiminta-alueilla. Omistajarakenne ja yhtiön tuotot huomioon ottaen ei listautumiselle nähdä välttämätöntä tarvetta.

7 Lähteet

Beta luvut toimialoittain. Luettavissa:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html Luettu: 2.5.2019

Citycon Oyj tilinpäätökset. Luettavissa:

<https://www.citycon.com/fi/sijoittajat/taloudelliset-raportit> Luettu 5.3.2019

Harri Seppänen 2017. Yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Alma Talent.

Jeffery C. Hooke 2010. Security Analysis and Business Valuation on Wall Street + Companion Web Site. John Wiley & Sons, Incorporated

Juha Rantanen 2012. Arvonmääritys yrityskaupassa. Suomen Yrittäjien Sypoint Oy

Kallunki, J. P & Niemelä, J 2012. Osakkeen arvonmääritys. Helsinki: Talentum

Kauppalehti 2019. Sato Oyj. Luettavissa:

<https://www.kauppalehti.fi/yritykset/yritys/sato+oyj/02014705> Luettu: 15.4.2019

Kauppalehti 2019. pörssi indeksit. Luettavissa:

<https://www.kauppalehti.fi/porssi/indeksit/OMXHCAPGI> Luettu: 29.4.2019

Kiinteistötieto Oy markkinakatsaus 2018. Luettavissa:

https://kti.fi/wp-content/uploads/post/KTI_Markkinakatsaus_S18_netti.pdf Luettu: 7.5.2019

Kojamo Oyj analyysi. Luettavissa:

<https://finance.yahoo.com/news/look-fair-value-kojamo-oyj-073546039.html> Luettu: 29.4.2019

Kojamo Oyj tilinpäätökset. Luettavissa:

<https://kojamo.fi/sijoittajat/tiedotteet-ja-julkaisut/taloudelliset-raportit/> Luettu: 5.3.2019

Listamattomien yhtiöiden markkinapaikka. Luettavissa:

<https://privanet.fi/investing> Luettu: 29.4.2019

<http://www.morningstar.fi> Raportti Kojamo Oyj. Luettavissa:

[http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P0001DJ87\]3\]1\]E0EXG\\$XHEL_3111&externalidexchange=EX\\$\\$\\$\\$XHEL&LanguageId=en-GB&CurrencyId=EUR&BaseCurrencyId=EUR&ClearXrayPortfolioManagerApilInputData=true](http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P0001DJ87]3]1]E0EXG$XHEL_3111&externalidexchange=EX$$$$XHEL&LanguageId=en-GB&CurrencyId=EUR&BaseCurrencyId=EUR&ClearXrayPortfolioManagerApilInputData=true) Luettu: 10.4.2019

<http://www.morningstar.fi> Katsaus Citycon Oyj. Luettavissa:

[http://tools.morningstar.fi/fi/stockreport/default.aspx?Site=fi&id=0P0000A5W8&LanguageId=fi-FI&SecurityToken=0P0000A5W8\]3\]0\]E0WWE\\$\\$\\$ALL](http://tools.morningstar.fi/fi/stockreport/default.aspx?Site=fi&id=0P0000A5W8&LanguageId=fi-FI&SecurityToken=0P0000A5W8]3]0]E0WWE$$$ALL) Luettu: 10.4.2019

<http://www.morningstar.fi> Katsaus Technopolis Oyj. Luettavissa:

[http://tools.morningstar.fi/fi/stockreport/default.aspx?Site=fi&id=0P0000A5Y5&LanguageId=fi-FI&SecurityToken=0P0000A5Y5\]3\]0\]E0WWE\\$\\$\\$ALL](http://tools.morningstar.fi/fi/stockreport/default.aspx?Site=fi&id=0P0000A5Y5&LanguageId=fi-FI&SecurityToken=0P0000A5Y5]3]0]E0WWE$$$ALL) Luettu: 10.4.2019

Pablo Fernández 2002. Valuation methods and shareholder value creation. USA: Elsevier Science

Property valuation in the Nordic countries. Luettavissa:

<https://kti.fi/wp-content/uploads/Property-valuation-in-the-Nordic-countries.pdf> Luettu: 2.5.2019

Rajesh Kumar 2015. Valuation. Dubai: Academic Press

Sato Oyj. Historia. Luettavissa: <https://www.sato.fi/fi/sato-yritys/historia> Luettu: 2.4.2019

Sato Oyj hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2018. Luettavissa:

https://assets.ctfassets.net/z7ety0aygnfq/6gxVIVBTQ9tYPqTyPeY6Dh/65250c4a7f3b5fec2efd9da721e8444b/SATO_Hallituksen_toimintakertomus_ja_tilinp___t__s_2018.pdf Luettu: 15.3.2019

Sato Oyj tilinpäätökset. Luettavissa:

<https://www.sato.fi/fi/talous-sijoittajat/vuosikertomus-tilinpaatos-osavuosikatsaus> Luettu 5.3.2019

Suomen pankin valtionlainojen korot. Luettavissa:

https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/korot/taulukot2/korot_taulukot/viitelainojen_korot_fi / Luettu:29.4.2019

Technopolis tilinpäätökset. Luettavissa:

<https://www.technopolis.fi/yritys/sijoittajille/julkaisut/> Luettu: 5.3.2019

Tilastokeskus 2019. Vuokrat nousivat 1,1 prosenttia. Luettavissa:

http://www.stat.fi/til/asvu/2018/asvu_2018_2019-03-07_tie_001_fi.html Luettu:15.3.2019

Tim Koller, Mark Goedhart, David Wessels 2015.

Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Canada: McKinsey & Company

Toimialan Beta kertoimet. Luettavissa:

<https://www.infrontanalytics.com/> Luettu: 10.5.2019

8 Liitteet

Liite 1. Sato Oyj tunnusluvut 2014 – 2018

| Sato Oyj | 2018 | 2017 | 2016** | 2015** | 2014** |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto, milj. € | 290,4 | 280,1 | 262,7 | 249,4 | 243,2 |
| Nettovuokratuotto, milj. € | 198,5 | 188,4 | 167,1 | 151,8 | 146,2 |
| Nettovuokratuotto, % | 5,5 % | 5,6 % | 5,6 % | 6,0 % | 6,3 % |
| Liikevoitto, milj. € | 273,3 | 230,1 | 267,2 | 196,5 | 191,3 |
| Nettorahoituskulut, milj. € | -42,5 | -45,8 | -47,8 | -37,0 | -39,1 |
| Tulos ennen veroja, milj. € | 230,8 | 184,4 | 219,4 | 159,4 | 152,2 |
| Taseen loppusumma, milj. € | 3922,4 | 3693,1 | 3562,2 | 2979,6 | 2801,6 |
| Oma pääoma, milj. € | 1554,5 | 1397,6 | 1252,6 | 993,2 | 892,3 |
| Korollinen vieras pääoma, milj. € | 1982,2 | 1931,7 | 1943,0 | 1676,2 | 1584,9 |
| Sijoitetun pääoman tuotto, % | 7,9 % | 7,1 % | 9,1 % | 7,6 % | 7,7 % |
| Oman pääoman tuotto, % | 12,4 % | 11,0 % | 15,6 % | 13,5 % | 14,0 % |
| Omavaraisuusaste, % | 39,6 % | 37,8 % | 35,2 % | 33,3 % | 31,8 % |
| Henkilöstö keskimäärin*** | 215 | 206 | 170 | 172 | 165 |
| Henkilöstö kauden lopussa | 218 | 212 | 175 | 170 | 169 |
| Osakekohtaiset tunnusluvut | | | | | |
| Tulos/osake, € | 3,26 | 2,55 | 3,22 | 2,49 | 2,37 |
| Oma pääoma/osake, €**** | 27,46 | 24,68 | 22,12 | 19,53 | 17,55 |
| Osakkeita, milj., kpl* | 56,6 | 56,6 | 56,6 | 50,8 | 50,8 |
| Operatiiviset tunnusluvut ja nettovarallisuus | | | | | |
| Operatiivinen tulos, milj. € | 96,0 | 82,8 | 69,5 | 64,5 | 65,1 |
| Operatiivinen tulos/osake, € | 1,70 | 1,46 | 1,28 | 1,27 | 1,28 |
| Nettovarallisuus, milj. € | 1855,7 | 1678,7 | 1517,5 | 1227,8 | 1120,3 |
| Nettovarallisuus/osake, € | 32,77 | 29,65 | 26,8 | 24,15 | 22,04 |
| Operatiivinen kassavirta (CE), milj. € | 97,9 | 92,4 | 86,2 | 78,1 | 72,9 |
| Operatiivinen kassavirta (CEPS)/osake, € | 1,73 | 1,63 | 1,59 | 1,54 | 1,43 |
| * Osakkeista vähennetty konsernin omassa omistuksessa olevat 160 000 osaketta. | | | | | |
| ** IFRS 9 Rahoitusinstrumentit -standardin käyttöönoton vaikutus on huomioitu tunnusluvuissa vuosille 2018 ja 2017. Tätä aiempien vuosien tunnuslukuja ei ole oikaistu. | | | | | |
| *** Sisältää kesätyöntekijät | | | | | |
| **** Oma pääoma ilman määräysvallattomien osuutta | | | | | |

Liite 2. Sato Oyj konsernin tase, IFRS

KONSERNITASE, IFRS

| Milj. € liite 31.12.2018 31.12.2017 | 2018 | 2017 |
|---|---------------|---------------|
| VARAT | | |
| <u>Pitkäaikaiset varat</u> | | |
| Sijoituskiinteistöt | 3 875,10 | 3 632,50 |
| Aineelliset hyödykkeet | 2,4 | 2,2 |
| Aineettomat hyödykkeet | 2,6 | 1,8 |
| Osuudet yhteis- ja osakkuusyrityksissä | 0 | 0 |
| Muut pitkäaikaiset sijoitukset | 1,9 | 1,7 |
| Saamiset | 8,5 | 11,3 |
| Laskennalliset verosaamiset | 12,9 | 13,2 |
| Yhteensä | 3903,4 | 3662,6 |
| <u>Lyhytaikaiset varat</u> | | |
| Myyntisaamiset ja muut saamiset | 11,9 | 13,9 |
| Tilikauden verotettavaan tuloon perustuvat verosaamiset | 1,7 | 2,4 |
| Rahavarat | 5,4 | 14,2 |
| Yhteensä | 19 | 30,5 |
| VARAT YHTEENSÄ | 3922,4 | 3693,1 |
| OMA PÄÄOMA JA VELAT | 2018 | 2017 |
| Emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma | | |
| Osakepääoma | 4,4 | 4,4 |
| Arvonmuutos ja muut rahastot | -24,4 | -25,4 |
| Vararahasto | 43,7 | 43,7 |
| Sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto | 114,8 | 114,8 |
| Kertyneet voittovarot | 1416,1 | 1260,2 |
| Yhteensä | 1554,6 | 1397,7 |
| Määräysvallattomien omistajien osuus | -0,1 | -0,1 |
| OMA PÄÄOMA YHTEENSÄ | 1554,5 | 1397,6 |
| VELAT | 2018 | 2017 |
| <u>Pitkäaikaiset velat</u> | | |
| Laskennalliset verovelat | 273,2 | 252,1 |
| Varaukset | 2 | 2,7 |
| Johdannaisvelat | 39,7 | 39,4 |
| Korottomat velat | 1,3 | 0 |
| Korolliset velat | 1653 | 1621,8 |
| Yhteensä | 1951,3 | 1915,9 |
| <u>Lyhytaikaiset velat</u> | | |
| Ostovelat ja muut velat | 64,4 | 59,4 |
| Varaukset | 2,7 | 3,4 |
| Tilikauden verotettavaan tuloon perustuvat verovelat | 2,3 | 6,8 |
| Korolliset velat | 347,2 | 309,9 |
| Yhteensä | 416,6 | 379,6 |
| VELAT YHTEENSÄ | 2367,9 | 2295,5 |
| OMA PÄÄOMA JA VELAT YHTEENSÄ | 3922,4 | 3693,1 |

Liite 3. Sato Oyj konsernin rahavirtalaskelma, IFRS

| Liiketoiminnan rahavirrat | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Tilikauden voitto | 127,0 | 174,7 | 144,6 | 184,3 |
| Oikaisut: | | | | |
| Tulosvaikutteiset erät, joihin ei liity maksutapahtumaa | -55,4 | -122,5 | -66,2 | -102,1 |
| Sijoituskiinteistöjen ja käyttöomaisuuden luovutusvoitot ja -tappiot | -8,6 | -1 | 0,3 | 3,9 |
| Muut oikaisut | -2,5 | 0 | 0,4 | 0 |
| Korkokulut ja muut rahoituskulut | 38,3 | 48,4 | 46,5 | 43,5 |
| Korkotuotot | -0,8 | -0,6 | -0,6 | -0,9 |
| Osinkotuotot | 0 | 0 | -0,1 | 0 |
| Verot | 32,5 | 44,8 | 39,8 | 46,5 |
| Rahavirta ennen käyttö pääoman muutosta | 128,8 | 143,7 | 164,7 | 167,4 |
| Käyttö pääoman muutos: | | | | |
| Vaihto-omaisuuden muutos | 76,7 | 7,0 | ? | ? |
| Myyntisaamisten ja muiden saamisten muutos | -1,1 | -1,4 | 2,5 | 0,9 |
| Ostovelkojen ja muiden velkojen muutos | -20,2 | 12,1 | -13,6 | 5,7 |
| Maksetut korot | -40,9 | -43,0 | -46,2 | -45,2 |
| Saadut korot | 0,9 | 0,5 | 0,6 | 1 |
| Maksetut verot | -21,0 | -13,8 | -25,8 | -29,2 |
| Liiketoiminnan nettorahavirta | 124,8 | 105,2 | 82,1 | 100,6 |
| Investointien rahavirrat | | | | |
| Tytäryhtiön myynti vähennettynä myyntihetken rahavaroilla | 0,3 | 0 | 0 | 1,6 |
| Investoinnit sijoituskiinteistöihin | -250,4 | -327,0 | -156,5 | -153,2 |
| Nettoinvestoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin | -1,3 | -0,9 | -1,4 | -2,4 |
| Lainasaamisten takaisinmaksut | 2,2 | 0,9 | 2,1 | 2,3 |
| Myönnettyt lainat | -3,2 | -1,9 | 0 | 0 |
| Sijoituskiinteistöjen realisointi | 59,1 | 52,1 | 77,5 | 20,5 |
| Investointien nettorahavirta | -193,3 | -276,8 | -78,3 | -131,2 |
| Rahoituksen rahavirrat | | | | |
| Lyhytaikaisten lainojen takaisinmaksut (-) / nostot (+) | 1,1 | 6,1 | 31,1 | 42 |
| Pitkäaikaisten lainojen nostot | 483,7 | 381,6 | 273,5 | 257,1 |
| Pitkäaikaisten lainojen takaisinmaksut | -355,5 | -332,9 | -312,3 | -249 |
| Osakeannista saadut maksut 98,7 0,0 | 0,0 | 98,7 | | |
| Maksetut osingot ja pääomanpalautukset | -31,5 | -25,4 | 0 | -28,3 |
| Rahoituksen nettorahavirta | 97,7 | 128,1 | -7,8 | 21,9 |
| Rahavarojen muutos | 29,2 | -43,6 | -3,9 | -8,8 |
| Rahavarat kauden alussa | 31,8 | 60,7 | 18,3 | 14,2 |
| Kurssierot | -0,1 | 0,4 | -0,2 | 0 |
| Yritysjärjestelyiden rahavarat | -0,3 | 0,9 | 0 | 0 |
| Rahavarat kauden lopussa | 60,7 | 18,3 | 14,2 | 5,4 |

Liite 4. Kohde- sekä verrokkiyritysten tunnusluvut

| Sato Oyj | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | ka. |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihto | 243,2 | 249,4 | 262,7 | 280,1 | 290,4 | 265,2 |
| Kasvu % (liikevaihdon vuosittainen muutos) | - | 2,5 % | 5,3 % | 6,6 % | 3,7 % | 4,5 % |
| EBITDA | 156,5 | 158,9 | 174,1 | 188,4 | 198,5 | 175,3 |
| EBITDA % (käyttökate) | 64,4 % | 63,7 % | 66,3 % | 67,3 % | 68,4 % | 66,0 % |
| EBIT | 127,5 | 134,1 | 142,9 | 161,5 | 171,3 | 147,5 |
| EBIT % (liikevoitto) | 52,4 % | 53,8 % | 54,4 % | 57,7 % | 59,0 % | 55,4 % |
| Nettotulos | 120,5 | 127,0 | 174,7 | 144,6 | 184,3 | 150,2 |
| Nettotulos % | 49,5 % | 50,9 % | 66,5 % | 51,6 % | 63,5 % | 56,4 % |
| ROE % | 14,0 % | 13,5 % | 15,6 % | 11,0 % | 12,4 % | 13,3 % |
| Kojamo Oyj | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | ka. |
| Liikevaihto | 356,5 | 370,9 | 351,5 | 337 | 358,8 | 354,9 |
| Kasvu % (liikevaihdon vuosittainen muutos) | - | 4,0 % | -5,2 % | -4,1 % | 6,5 % | 0,3 % |
| EBITDA | 210,0 | 227,4 | 222,1 | 216 | 233,9 | 221,9 |
| EBITDA % (käyttökate) | 58,9 % | 61,3 % | 63,2 % | 64,1 % | 65,2 % | 62,5 % |
| EBIT | 190,9 | 187,8 | 185,3 | 178,4 | 195,6 | 187,6 |
| EBIT % (liikevoitto) | 53,5 % | 50,6 % | 52,7 % | 52,9 % | 54,5 % | 52,9 % |
| Nettotulos | 110,8 | 179,3 | 232,3 | 212,9 | 221,8 | 191,4 |
| Nettotulos % | 31,1 % | 48,3 % | 66,1 % | 63,2 % | 61,8 % | 54,1 % |
| ROE % | 7,2 % | 10,3 % | 12,9 % | 10,9 % | 10,0 % | 10,3 % |
| Citycon Oyj | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | ka. |
| Liikevaihto | 245,3 | 295,6 | 331,8 | 338,1 | 316,1 | 305,4 |
| Kasvu % (liikevaihdon vuosittainen muutos) | - | 20,5 % | 12,2 % | 1,9 % | -6,5 % | 7,0 % |
| EBITDA | 169,4 | 199,6 | 224,9 | 228,5 | 214,9 | 207,5 |
| EBITDA % (käyttökate) | 69,1 % | 67,5 % | 67,8 % | 67,6 % | 68,0 % | 68,0 % |
| EBIT | 150,1 | 168,4 | 199,2 | 201,4 | 188,4 | 181,5 |
| EBIT % (liikevoitto) | 61,2 % | 57,0 % | 60,0 % | 59,6 % | 59,6 % | 59,5 % |
| Nettotulos | 84,5 | 108,8 | 160,4 | 87,4 | 16,6 | 91,5 |
| Nettotulos % | 34,4 % | 36,8 % | 48,3 % | 25,9 % | 5,3 % | 30,1 % |
| ROE % | 5,8 % | 5,6 % | 7,0 % | 3,9 % | 0,8 % | 4,6 % |
| Technopolis Oyj | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | ka. |
| Liikevaihto | 161,68 | 170,57 | 172,08 | 179,71 | 177,3 | 172,3 |
| Kasvu % (liikevaihdon vuosittainen muutos) | - | 5,5 % | 0,9 % | 4,4 % | -1,3 % | 2,4 % |
| EBITDA | - | 131,63 | 132,53 | 140,34 | 138,6 | 135,8 |
| EBITDA % (käyttökate) | - | 77,2 % | 77,0 % | 78,1 % | 78,2 % | 77,6 % |
| EBIT | 83,39 | 87,58 | 88,76 | 93,03 | 84 | 87,4 |
| EBIT % (liikevoitto) | 51,6 % | 51,3 % | 51,6 % | 51,8 % | 47,4 % | 50,7 % |
| Nettotulos | -11,74 | 44,78 | 47,28 | 76,53 | 61,6 | 43,7 |
| Nettotulos % | -7,3 % | 26,3 % | 27,5 % | 42,6 % | 34,7 % | 24,8 % |
| ROE % | -2,2 % | 8,6 % | 7,7 % | 10,9 % | 9,1 % | 6,8 % |

Liite 5. Sato Oyj tuottovaatimus

Sato Oyj tuottovaatimuksen määrittely

| | | | |
|-------------------------------------|---------------|-----------------------|---------------|
| <u>Oman PO tuottovaatimus</u> | | | |
| Beta | | | 0,6 |
| Valtionlainan korko 29.4.2019 (10v) | | | 0,42 % |
| OMX tuotto 29.4.2019 (1v) | | | 7,96 % |
| Preemio | | | 7,54 % |
| | | | 4,9 % |
| <u>Vieraan PO tuottovaatimus</u> | | | |
| Korollinen vieraspääoma | | | 1635 |
| Vieraanpääoman korot | | | 43,5 |
| Vieraanpääoman tuottovaatimus | | | 2,66 % |
| Yhteisöveron osuus (20%) | | | 0,53 % |
| | | | 2,13 % |
| Tase | | | |
| | Pääoma | Tuottovaatimus | € |
| Omapääoma | 1554,5 | 4,94 % | 76,85 |
| Vieraspääoma | 2367,9 | 2,13 % | 50,40 |
| Koko tase | 3922,4 | 3,24 % | 127,25 |
| WACC | | | |
| WACC | | | 3,24 % |
| CAPM | | | 4,94 % |
| Painotettu WACC | | | 3,92 % |
| Beta | | | |
| | 1v | 2v | 3v |
| Citycon Oyj | 0,59 | 0,69 | 0,75 |
| Technopolis Oyj | 0,31 | 0,43 | 0,56 |
| Unibail-Rodamco-Westfield | 0,64 | 0,69 | 0,71 |
| Daiwa House Industry Co. | 0,59 | 0,86 | 1,01 |
| Goodman Group | 0,66 | 0,70 | 0,55 |
| The Wharf (Holdings) Ltd. | 0,68 | 0,78 | 0,84 |
| International peers/median | 0,64 | | |
| Average | 0,6 | | |

Liite 6. Verrokkiyritysten kurssihistoria

| Päivämäärä | Kojamo Oyj | Päivämäärä | Citycon Oyj | Päivämäärä | Technopolis Oyj |
|------------|------------|------------|-------------|------------|-----------------|
| 28.12.2018 | 8,11 | 28.12.2018 | 8,08 | 28.12.2018 | 4,65 |
| 27.12.2018 | 8,24 | 27.12.2018 | 8,25 | 27.12.2018 | 4,66 |
| 21.12.2018 | 8,56 | 21.12.2018 | 8,25 | 21.12.2018 | 4,65 |
| 20.12.2018 | 8,89 | 20.12.2018 | 8,45 | 20.12.2018 | 4,65 |
| 19.12.2018 | 8,98 | 19.12.2018 | 8,63 | 19.12.2018 | 4,65 |
| 18.12.2018 | 8,75 | 18.12.2018 | 8,61 | 18.12.2018 | 4,65 |
| 17.12.2018 | 8,94 | 17.12.2018 | 8,69 | 17.12.2018 | 4,68 |
| 14.12.2018 | 8,72 | 14.12.2018 | 8,68 | 14.12.2018 | 4,67 |
| 13.12.2018 | 8,73 | 13.12.2018 | 8,81 | 13.12.2018 | 4,65 |
| 12.12.2018 | 8,85 | 12.12.2018 | 9,0 | 12.12.2018 | 4,68 |
| 11.12.2018 | 8,7 | 11.12.2018 | 8,79 | 11.12.2018 | 4,68 |
| 10.12.2018 | 8,95 | 10.12.2018 | 8,7 | 10.12.2018 | 4,67 |
| 07.12.2018 | 8,95 | 07.12.2018 | 8,9 | 07.12.2018 | 4,65 |
| 05.12.2018 | 8,95 | 05.12.2018 | 9,01 | 05.12.2018 | 4,67 |
| 04.12.2018 | 8,96 | 04.12.2018 | 8,98 | 04.12.2018 | 4,65 |
| 03.12.2018 | 9,01 | 03.12.2018 | 9 | 03.12.2018 | 4,66 |
| 30.11.2018 | 9,23 | 30.11.2018 | 8,96 | 30.11.2018 | 4,65 |
| 29.11.2018 | 9,19 | 29.11.2018 | 9,06 | 29.11.2018 | 4,66 |
| 28.11.2018 | 9,01 | 28.11.2018 | 9 | 28.11.2018 | 4,65 |
| 27.11.2018 | 9,01 | 27.11.2018 | 9 | 27.11.2018 | 4,65 |
| 26.11.2018 | 9,15 | 26.11.2018 | 8,84 | 26.11.2018 | 4,65 |
| 23.11.2018 | 9,05 | 23.11.2018 | 8,76 | 23.11.2018 | 4,66 |
| 22.11.2018 | 9,1 | 22.11.2018 | 8,78 | 22.11.2018 | 4,66 |
| 21.11.2018 | 9,17 | 21.11.2018 | 8,78 | 21.11.2018 | 4,66 |
| 20.11.2018 | 9,18 | 20.11.2018 | 8,72 | 20.11.2018 | 4,68 |
| 19.11.2018 | 9,2 | 19.11.2018 | 8,81 | 19.11.2018 | 4,67 |
| 16.11.2018 | 9,15 | 16.11.2018 | 8,84 | 16.11.2018 | 4,66 |
| 15.11.2018 | 9,17 | 15.11.2018 | 8,8 | 15.11.2018 | 4,72 |
| 14.11.2018 | 9,2 | 14.11.2018 | 8,75 | 14.11.2018 | 4,73 |
| 13.11.2018 | 9,12 | 13.11.2018 | 8,72 | 13.11.2018 | 4,75 |
| 12.11.2018 | 9,25 | 12.11.2018 | 8,76 | 12.11.2018 | 4,82 |
| 09.11.2018 | 9,09 | 09.11.2018 | 8,66 | 09.11.2018 | 4,89 |
| 08.11.2018 | 9,11 | 08.11.2018 | 8,71 | 08.11.2018 | 4,75 |
| 07.11.2018 | 9,13 | 07.11.2018 | 8,7 | 07.11.2018 | 4,8 |

| | | | | | |
|------------|------|------------|------|------------|------|
| 06.11.2018 | 9,06 | 06.11.2018 | 8,6 | 06.11.2018 | 4,78 |
| 05.11.2018 | 9 | 05.11.2018 | 8,6 | 05.11.2018 | 5 |
| 02.11.2018 | 8,88 | 02.11.2018 | 8,56 | 02.11.2018 | 4,89 |
| 01.11.2018 | 9,03 | 01.11.2018 | 8,48 | 01.11.2018 | 4,65 |
| 31.10.2018 | 9,1 | 31.10.2018 | 8,59 | 31.10.2018 | 4,67 |
| 30.10.2018 | 8,93 | 30.10.2018 | 8,62 | 30.10.2018 | 4,67 |
| 29.10.2018 | 8,82 | 29.10.2018 | 8,37 | 29.10.2018 | 4,65 |
| 26.10.2018 | 9 | 26.10.2018 | 8,16 | 26.10.2018 | 4,65 |
| 25.10.2018 | 8,95 | 25.10.2018 | 8,12 | 25.10.2018 | 4,65 |
| 24.10.2018 | 9,11 | 24.10.2018 | 8,1 | 24.10.2018 | 4,67 |
| 23.10.2018 | 8,95 | 23.10.2018 | 8,1 | 23.10.2018 | 4,65 |
| 22.10.2018 | 9,17 | 22.10.2018 | 8,26 | 22.10.2018 | 4,65 |
| 19.10.2018 | 9,13 | 19.10.2018 | 8,44 | 19.10.2018 | 4,65 |
| 18.10.2018 | 9,08 | 18.10.2018 | 8,55 | 18.10.2018 | 4,65 |
| 17.10.2018 | 9,27 | 17.10.2018 | 8,52 | 17.10.2018 | 4,65 |
| 16.10.2018 | 8,92 | 16.10.2018 | 8,45 | 16.10.2018 | 4,65 |
| 15.10.2018 | 9,17 | 15.10.2018 | 8,34 | 15.10.2018 | 4,65 |
| 12.10.2018 | 8,95 | 12.10.2018 | 8,43 | 12.10.2018 | 4,65 |
| 11.10.2018 | 8,76 | 11.10.2018 | 8,48 | 11.10.2018 | 4,65 |
| 10.10.2018 | 9,21 | 10.10.2018 | 8,6 | 10.10.2018 | 4,65 |
| 09.10.2018 | 9,3 | 09.10.2018 | 8,58 | 09.10.2018 | 4,66 |
| 08.10.2018 | 9,2 | 08.10.2018 | 8,58 | 08.10.2018 | 4,65 |
| 05.10.2018 | 9,1 | 05.10.2018 | 8,63 | 05.10.2018 | 4,66 |
| 04.10.2018 | 9,18 | 04.10.2018 | 8,73 | 04.10.2018 | 4,66 |
| 03.10.2018 | 9,31 | 03.10.2018 | 8,78 | 03.10.2018 | 4,66 |
| 02.10.2018 | 9,44 | 02.10.2018 | 8,88 | 02.10.2018 | 4,67 |
| 01.10.2018 | 9,4 | 01.10.2018 | 8,98 | 01.10.2018 | 4,65 |
| 28.09.2018 | 9,42 | 28.09.2018 | 8,98 | 28.09.2018 | 4,67 |
| 27.09.2018 | 9,41 | 27.09.2018 | 9 | 27.09.2018 | 4,66 |
| 26.09.2018 | 9,46 | 26.09.2018 | 8,97 | 26.09.2018 | 4,66 |
| 25.09.2018 | 9,45 | 25.09.2018 | 8,94 | 25.09.2018 | 4,65 |
| 24.09.2018 | 9,52 | 24.09.2018 | 9,02 | 24.09.2018 | 4,65 |
| 21.09.2018 | 9,65 | 21.09.2018 | 8,93 | 21.09.2018 | 4,66 |
| 20.09.2018 | 9,4 | 20.09.2018 | 8,85 | 20.09.2018 | 4,67 |
| 19.09.2018 | 9,39 | 19.09.2018 | 8,96 | 19.09.2018 | 4,65 |
| 18.09.2018 | 9,38 | 18.09.2018 | 9,21 | 18.09.2018 | 4,66 |
| 17.09.2018 | 9,31 | 17.09.2018 | 9,12 | 17.09.2018 | 4,67 |

| | | | | | |
|----------------------|--------------------|--------------------|------------------------|------------|------|
| 14.09.2018 | 9,07 | 14.09.2018 | 9,01 | 14.09.2018 | 4,66 |
| 13.09.2018 | 9,3 | 13.09.2018 | 8,97 | 13.09.2018 | 4,66 |
| 12.09.2018 | 9,32 | 12.09.2018 | 8,89 | 12.09.2018 | 4,66 |
| 11.09.2018 | 9,21 | 11.09.2018 | 8,86 | 11.09.2018 | 4,66 |
| 10.09.2018 | 9,05 | 10.09.2018 | 8,95 | 10.09.2018 | 4,65 |
| 07.09.2018 | 9,2 | 07.09.2018 | 8,98 | 07.09.2018 | 4,66 |
| 06.09.2018 | 9,2 | 06.09.2018 | 9,01 | 06.09.2018 | 4,66 |
| 05.09.2018 | 9,24 | 05.09.2018 | 9,05 | 05.09.2018 | 4,66 |
| 04.09.2018 | 9,29 | 04.09.2018 | 9,1 | 04.09.2018 | 4,66 |
| 03.09.2018 | 9,28 | 03.09.2018 | 9,17 | 03.09.2018 | 4,64 |
| | Kojamo Oyj | Citycon Oyj | Technopolis Oyj | | |
| Keskiarvo | 9,095 | 8,726 | 4,676 | | |
| Osakkeiden määrä | 247 144 399 | 177 998 525 | 158 793 662 | | |
| Markkina-arvo | 2 247 799 667,06 € | 1 553 201 944,07 € | 742 477 994,78 € | | |
| Tulos per osake 2018 | 0,93 | 0,02 | 0,39 | | |
| P/E | 9,78 | 436,30 | 11,99 | | |