

YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

Case X



Ammattikorkeakoulututkinnon opinnäytetyö

Visamäki, Liiketalouden koulutus

Syksy, 2019

Roosa Kerminen

Liiketalouden koulutus
Visamäki

Tekijä	Roosa Kerminen	Vuosi 2019
Työn nimi	Yrityksen arvonmääritys – Case X	
Työn ohjaaja/t	Ari Sarviharju	

TIIVISTELMÄ

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää rakennusalan pk-yrityksen arvo. Yritys toimii Etelä-Savossa ja se työllistää tällä hetkellä 6 työntekijää. Yritys on ollut toiminnassa vuodesta 1992 lähtien. Työn tarve syntyi yrityksen tulevaa myyntiä ajatellen.

Tutkimus toteutettiin laadullisena tapaustutkimuksena ja se on jaettu teoria- sekä toiminnalliseen osuuteen. Aineistonkeruu menetelminä käytettiin teoriaosuudessa alan kirjallisuutta sekä internet lähteitä ja toiminnallisessa osuudessa hyödynnettiin yrityksen tilinpäätöksiä vuosilta 2014-2018, sekä suoritettiin toimitusjohtajan teemahaastattelu.

Arvonmääritys on suoritettu eri vaiheissa, joita ovat nykytilan arviointi, tulevan kehityksen ennakointi ja riskien arviointi sekä arvonmääritys. Yrityksen tämän hetkistä tilaa on selvitetty strategisen- ja tilinpäätösanalyysin avulla. Tulevan kehityksen ennakoinnissa ja riskien arvioinnissa on hyödynnetty teemahaastattelun tuloksia. Arvonmääritys on suoritettu kolmella eri mallilla, joita ovat: substanssiarvo, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli.

Tutkimuksen tuloksena todettiin yrityksen vakavaraisuuden, maksuvalmiuden ja kannattavuuden olevan erinomaisella tasolla. Eri arvonmääritysmalleja käyttämällä yrityksen arvoksi saatiin 350 927,92 – 645 407,23€. Näkökulman vaikutuksella on merkitystä yrityksen lopulliseen kauppahintaan, ja tässä työssä mahdolliseksi kauppahinnaksi arvioitiin n.510 000€. Argumentteina tähän tulokseen päätyemisessä toimivat strategisessa analyysissä esitetyt seikat.

Avainsanat Yrityksen arvonmääritys, tilinpäätösanalyysi, substanssiarvo, vapaan kassavirran malli, lisäarvomalli

Sivut 54 sivua, joista liitteitä 4 sivua

Degree program in Business Administration
Visamäki Campus

Author	Roosa Kerminen	Year 2019
Subject	A Company's Value Determination – Case X	
Supervisors	Ari Sarviharju	

ABSTRACT

The purpose of this thesis was to determine value of the building trade company. At the moment company has 6 employees and it is located in Southern Savonia. The company has been established in 1992. The reason for the study came about the idea of selling the company in the medium term.

The study was performed as a qualitative case study consisting of theory and a functional part. In the theory part data was collected by using literature and online sources. In the second part, the functional part, the company's financial statements and interviewing of the company's CEO were utilized. The financial statements were from the years 2014-2018.

Value determination has been done in different sections which are assessment of the present state, future development and assessment of the risks and value determination. The present state of the company has been inspected by using analysis of the financial statements and strategy. Actual value determination has been done by using three different ways: net asset value, a free cash flow model and a value-added model.

The level of the company's solidity, liquidity and profitability were excellent. By using different valuation models the valuation of the company was between 350 927,92 – 645 407,23€. The final selling price is determined by perspective and in this study possible selling price could be approximately 510 000€. This result is justified by circumstances of the strategic analysis.

Keywords a company's value determination, financial statement analysis, net asset value, free cash flow model, value added model

Pages 54 pages including appendices 4 pages

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Tutkimuskysymys ja rajaus.....	1
1.2	Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rakenne.....	1
2	ARVONMÄÄRITYKSEN PERUSTEET	2
2.1	Strateginen analyysi	3
2.2	Tilinpäätösanalyysi	5
2.2.1	Tuloslaskelman ja taseen oikaiseminen	6
2.2.2	Kannattavuuden tunnusluvut.....	8
2.2.3	Vakavaraisuuden tunnusluvut.....	10
2.2.4	Maksuvalmiuden tunnusluvut.....	11
2.2.5	Kiertoaika eli käyttöpääoman tehokkuus.....	12
2.3	Tulevan kehityksen ennakointi.....	13
2.4	Riskien tunnistaminen ja arviointi.....	14
3	PÄÄOMAN TUOTTOVAATIMUS YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSESSÄ	16
3.1	Vieraan pääoman tuottovaatimus	16
3.2	Oman pääoman tuottovaatimus.....	17
3.2.1	Markkinoiden riskipreemion määrittäminen	18
3.2.2	Beeta -kertoimen määrittely	18
3.3	Koko pääoman tuottovaatimus.....	19
4	ARVONMÄÄRITYSMALLIT	20
4.1	Substanssiarvo.....	20
4.2	Tuottoarvo.....	21
4.3	Osinkoperusteinen malli	22
4.4	Vapaan kassavirran malli.....	22
4.5	Lisäarvomalli.....	24
5	KOHDEYRITYKSEN ANALYSOINTI	25
5.1	Kohdeyrityksen esittely.....	25
5.2	Strateginen analyysi	27
5.2.1	Kohdeyrityksen toiminta-ajatus, arvot ja visio.....	27
5.2.2	Strateginen liiketoiminta-alue.....	28
5.2.3	Perusanalyysit.....	28
5.3	Tilinpäätösanalyysi	30
5.3.1	Kannattavuus.....	31
5.3.2	Vakavaraisuus.....	33
5.3.3	Maksuvalmius ja tehokkuuden tunnusluvut	34
5.4	Tulevan kehityksen ennakointi ja riskien arviointi.....	36
6	KOHDEYRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS	37
6.1	Vieraan pääoman tuottovaatimus	37
6.2	Oman pääoman tuottovaatimus.....	37

6.3	Koko pääoman tuottovaatimus.....	40
6.4	Substanssiarvo.....	41
6.5	Vapaan kassavirran malli.....	42
6.6	Lisäarvomalli.....	43
7	JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA	44
7.1	Tulosten analysointi ja vertailu	44
7.2	Tavoitteiden saavuttaminen ja haasteet	46
7.3	Tulosten luotettavuus	47
	LÄHTEET	48

Liitteet

Liite 1	Haastattelurunko
Liite 2	Oikaistut tuloslaskelmat 2014-2018
Liite 3	Oikaistut taseet 2014-2018

1 JOHDANTO

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on selvittää kuusi henkilöä työllistävän rakennusalan pk-yrityksen arvo. Yritys on ollut toiminnassa vuodesta 1992, ja yrittäjän haaveet eläkepäivistä ovat nyt nostaneet kysymyksen yrityksen myymisestä pintaan. Arvonmäärityksen tavoitteena on tarjota lähtökohta ja tietoa yrityksestä tulevaa myyntiä ajatellen.

1.1 Tutkimuskysymys ja rajaus

Tutkimuksen lähtökohta on selvittää Yritys Oy:n arvo. Tämän työn tavoite oli vastata kysymykseen: Mikä on yrityksen tämänhetkinen arvo? Lisäkysymyksinä etsitään tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen arvon muodostumiseen ja vertaillaan saatujen tuloksien eroavaisuuksia toisistaan. Lisäksi tarkastellaan itse arvonmääritysprosessia ja haetaan vastausta kysymykseen, miten yrityksen arvonmääritys tehdään? Työn tarkoituksena on tuottaa yrityksen johdolle informaatiota yrityksen arvosta ja arvoon vaikuttavista tekijöistä.

Työssä yritystä on analysoitu niin strategisesti kuin tilinpäätösten perusteella ja niiden pohjalta yritykselle on etsitty euromääräinen arvo. Yrityksen arvo on määritetty kolmella eri arvonmääritysmallilla, joita ovat substanssiarvo, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli, nämä arvonmääritysmallit esitellään tarkemmin luvussa 4. Tämän työn ulkopuolelle on rajattu itse yrityskauppaprosessi ja siihen liittyvät asiat kuten verotus.

1.2 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rakenne

Opinnäytetyö on toteutettu tutkimuspainotteisena kvalitatiivisena tutkimuksena eli laadullisena tutkimuksena. Kyseessä on yksittäiseen yritykseen kohdistuva tapaustutkimus. Tapaustutkimuksessa tutkittavasta kohteesta pyritään tuottamaan yksityiskohtaista tietoa, eikä se siis pyri yleistettävyyteen (Jyväskylän yliopisto, 2015).

Aineistonkeruumenetelminä laadullisessa tutkimuksessa toimivat niin haastattelu, kysely, havainnointi ja erilaisiin dokumentteihin perustuva tieto (Tuomi & Sarajärvi, 2002, s.73). Tässä opinnäytetyössä aineistoa kerättiin yrityksen dokumenteista, kuten tilinpäätöksistä sekä teemahaastattelun avulla, tilinpäätökset ovat vuosilta 2014-2018. Teemahaastattelussa eli puolistrukturoidussa haastattelussa edetään etukäteen valittujen teemojen ja niitä tarkentavien kysymysten varassa ja ideana on löytää merkityksellisiä vastauksia tutkimuksen tarkoituksen ja

tutkimustehtävän mukaisesti (Tuomi & Sarajärvi, 2002, s.77). Haastattelu suoritettiin elokuussa 2019.

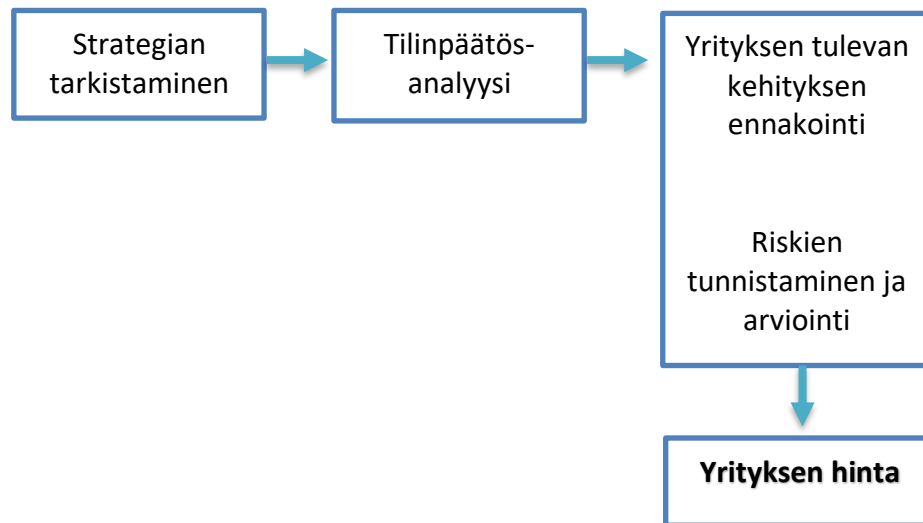
Opinnäytetyö koostuu teoriaosuudesta sekä toiminnallisesta osuudesta. Teoriaosuuden lähteinä on käytetty laajasti alan kirjallisuutta, nettiartikkeleita sekä tunnettujen tahojen verkkosivuja sekä julkaisuja. Teoriaosuudessa käsitellään laajasti arvonmäärittystä ja siihen liittyviä toimenpiteitä. Ensiksi määritellään arvonmäärittelyn perusteet, joiden pohjalta strategista ja tilinpäätösanalyysia tutkitaan tarkemmin. Tämän jälkeen siirrytään tulevan kehityksen ennakkointiin, sekä riskeihin. Lopuksi on vielä määritelty pääoman tuottovaatimukset sekä niiden merkitys yrityksen arvonmäärittelyssä. Aivan teoriaosuuden lopussa esitellään vielä eri arvonmäärittämissä teorioita.

Teoriaosuuden jälkeen päästään toiminnalliseen osuuteen, jossa yritykseen paneudutaan tarkemmin. Tässä osiossa käydään läpi yrityksen strateginen analyysi sekä tilinpäätösanalyysi. Tilinpäätösanalyysissä laskettuja tunnuslukuja on lisäksi vertailtu muihin saman alan yrityksiin. Analyysien jälkeen on kerrottu yrityksen tulevaisuuden kehityksestä sekä mahdollisista riskitekijöistä toimitusjohtajan teemahaastattelun antamien tulosten perusteella. Analysointi vaiheen jälkeen yritykselle on laskettu pääomien tuottovaatimukset, joita hyödynnetään yrityksen arvoa laskettaessa. Työn lopussa tapahtuu eri arvojen välinen vertailu, niistä tehtävät johtopäätökset sekä tulosten luotettavuuden arviointia.

2 ARVONMÄÄRITYKSEN PERUSTEET

Yrityksen arvonmäärittämisen tavoite on selvittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Sitä määrittäessä on otettava huomioon niin yrityksen tämän hetkinen tilanne, kuin myös tulevaisuudessa odotettava menestys. Yrityksen arvonmäärittystä voidaan kuvata keskeiseksi taloudellisten analyysien kohteeksi, joka toimii pohjana useille yrityksen ja sen sidosryhmien tekemille päätöksille. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.11-12)

Yrityksen hinnan määrittämisestä voidaan erotella kolme vaihetta. Näiden kolmen vaiheen läpikäyminen on edellytyksenä oikean hinnan löytämiseksi ja hyvän lopputuloksen saavuttamiseksi. Ensimmäisenä vaiheena on strateginen analyysi ja sen tarkastaminen. Toisessa vaiheessa mukaan tulevat yrityksen tilinpäätökset ja niiden pohjalta suoritettava tilinpäätösanalyysi. Kolmannen vaiheen tarkoituksena on ennakoita yrityksen tulevaisuutta ja sen kehitystä, sekä käsitellä yritystoiminnan riskit ja niiden merkittävyys. (Vilkkumaa, 2010, s.89)



Kuva 1. Yrityksen hinnan määrittämisprosessi (Vilkkumaa, 2010, s.89).

2.1 Strateginen analyysi

Strateginen analyysi eli liiketoiminnan analyysi pyrkii selvittämään yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavia tekijöitä. Näitä tekijöitä ovat muun muassa markkinat, erityisesti niiden koko ja kasvu, yrityksen asema markkinoilla sekä yritysjohton valinnat. Analyysin avulla saadaan selvitettyä ne tekijät, jotka yleisellä tasolla määräävät yrityksen voittoja ja kassavirtoja. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.24-25)

Strategian analyysi on tärkeä vaihe yrityksen hinnan määrittämisessä. Se kuinka syvällisesti strategista pohdintaa suoritetaan, on riippuvainen niin tarkastelijan asianomaisen alan yritystoiminnan osaamisesta kuin määrittelytilanteestakin. Analyysissä tarkasteltavia kohteita ovat muun muassa

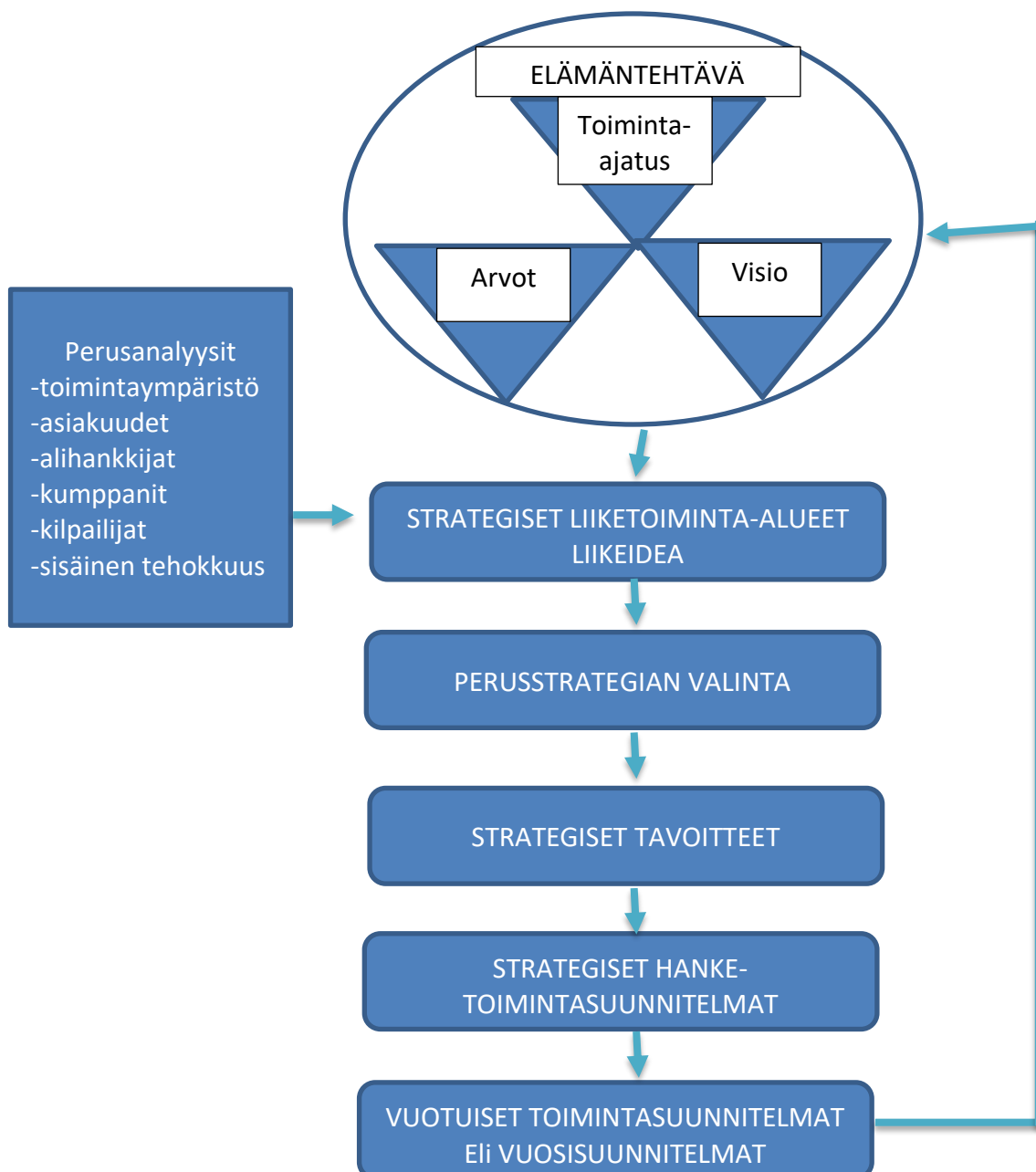
- Yrityksen elämäntehtävä, täsmennys siitä, miksi yritys on olemassa. Elämäntehtävä muodostuu toiminta-ajatuksen, arvojen sekä visioiden pohjalta, ja siksi niiden sisältö tulee selvittää.
- Yrityksen valitsemat strategiset liiketoiminta- ja muut toiminta-alueet. Ne kertovat millä liiketoiminnan tai toiminnan alueilla yritys toimii nyt ja tulevaisuudessa. Myös asiakaskohderyhmien määrittelyyn on syytä kiinnittää huomiota.
- Perusanalyysit sekä ulkoisista että sisäisistä tekijöistä. Tulee analysoida yrityksen liiketoiminta-alueitten toimintaedellytykset, asiakuudet ja asiakkaat, yhteistyökumppanit ja kilpailijat. Ulkoisista tekijöistä tärkeitä analysoitavia taas ovat ns. peste-tekijät eli

toimintaympäristön poliittiset, taloudelliset, sosiaaliset, teknologiset ja ekologiset tekijät. Sisäisesti analysoitavia tekijöitä ovat mm.

Toiminnan tehokkuus sekä organisaation tarkoituksenmukaisuutta.

- Perusstrategian valinta, joka tarkoittaa selvitystä siitä, onko yrityksen perusstrategia kustannusjohtajuus, erilaistaminen vai keskittyminen.
- Strategiset tavoitteet, näitä voidaan asettaa usean eri näkökulman tai ulottuvuuden perusteella.
- Strategiset toimintasuunnitelmat, joissa strategia esitetään toteutettavina toimenpiteinä.
- Vuotuiset toimintasuunnitelmat ja budjetit, näitä ovat esim. Henkilöstö-, tulos-, ja rahoitussuunnitelmat.

Alla oleva kuvio pyrkii havainnollistamaan strategisen analyysin tekijöitä, joilla on oleellinen vaikutus yrityksen hinnan arvioinnissa. (Vilkkumaa, 2010, s.90-92)



Kuva 2. Yrityksen strateginen kehikko (Vilkkumaa, 2010, s.90).

Kaikkia eri osa-alueita analysoitaessa on tärkeä tutkia strategisen aikajänteen mukaista kehitystä. Tarkasteltavan aikajänteen on lisäksi oltava myös riittävän pitkä, vähintään kymmenen vuotta. Selvittäessä yrityksen strategisen ajattelun tasoa kannattaa lisäksi erityisesti kiinnittää huomiota sekä yrityksen perusfilosofiaan että yrityksen toimintakykyyn. Yrityksen perusfilosofialla tarkoitetaan yrityskulttuuriin sisältyviä johtavia uskomuksia sekä johdon että henkilöstön osalta ja yrityksen toimintakyvyllä taas viitataan yrityksen fyysisiin tuotantovälineisiin, henkiseen tasoon, vuorovaikutukseen sekä tunnetasapainoon. (Vilkkumaa, 2010, s.93)

2.2 Tilinpäätösanalyysi

Strategisen analyysin jälkeen siirrytään tilinpäätösanalyysiin. Tilinpäätösanalyysi on käytännössä yrityksen taloudellisen tilan arviointia. Se mahdollistaa vertailtavuuden niin toisiin yrityksiin, pääomamarkkinoiden asettamiin tavoitteisiin kuin vertailun yrityksen sisällä eri vuosien välillä. Sen perustietona ovat virallinen tilinpäätös, liitteet sekä muu käytettävissä oleva informaatio. (Kallunki, 2014, s.12; Vilkkumaa, 2010, s.102)

Perinteisessä tilinpäätösanalyysissä yrityksen taloudellinen tilanne siis tiivistetään tunnuslukuihin menneiden tilinpäätöstiетоjen avulla. Tunnusluvut lasketaan jakamalla jokin erä taseesta tai tuloslaskelmasta jollain toisella toiminnan laajuutta mittaavalla erällä. Laskettavat tunnusluvut jaetaan seuraaviin ryhmiin; kannattavuuden tunnusluvut, vakavaraisuuden tunnusluvut, maksuvalmiuden tunnusluvut sekä kiertoajan eli pääoman käytön tehokkuuden tunnusluvut. (Katramo ym., 2013, s.85-86)

Tilinpäätöksiä ohjaavat sekä lainsäädäntö että muut normistossa määrätyt periaatteet. Yritysten on kuitenkin mahdollista vaikuttaa tilinpäätöksen sisältöön harkinnanvaraisten kirjausten avulla. Vertailukelpoisuuden saavuttamiseksi, on yritysten tilinpäätökset oikaistava vastaamaan todellista taloudellista tilaa. Listaamattomilla yrityksillä taseen ja tuloslaskelman oikaiseminen on yleensä tarpeellisempaa kuin julkisesti listatuilla yrityksillä, joiden tilinpäätökset ovat varsin vertailukelpoisia ilmankin. Oikaisujen keskeinen periaate on tehdä eri vuosille ja yrityksille vastaavat oikaisutoimenpiteet vertailtavuuden saavuttamiseksi. (Kallunki & Niemelä 2004, s.30; ks. Myös. Kallunki, 2014, s.12)

2.2.1 Tuloslaskelman ja taseen oikaiseminen

Oikaistaessa tuloslaskelmaa ja tasetta, löydetään niihin tarvittava tieto yleensä tilinpäätöksen liitetiedoista. Tuloslaskelman oikaisemisen lähtökohtana on poistaa sellaiset erät, jotka eivät kuulu säännölliseen liiketoimintaan. Lisäksi myös mahdolliset tilikaudelle kuuluvat puuttuvat erät on lisättävä laskelmaan. Kuitenkaan aina oikaisemisille ei ole tarvetta, huolellinen tuloslaskelman, taseen ja liitetietojen tulkitseminen kuitenkin paljastavat tutkijalle oikaisemisen tarpeen. (Salmi & Rekola-Nieminen, 2004, s.95)

Jotta tilinpäätösanalyysin tunnuslukujen laskeminen sujuu helpommin, on suositeltavaa tehdä muutoksia virallisen tuloslaskelman ja taseen kaavoihin eli oikaista ne. Yritystutkimus ry (2017) esittää oikaistun tuloslaskelman ja taseen mallit seuraavasti.

LIKEVAIHTO			
Liiketoiminnan muut tuotot			
LIIKETOIMINNAN TUOTOT YHTEENSÄ			
Aine ja tarvikekäyttö			
Ulkopuoliset palvelut			
Henkilöstökulut			
Laskennallinen palkkakorjaus			
Liiketoiminnan muut kulut			
Valmisteveraston lisäys/vähennys			
KÄYTTÖKATE			
Suunnitelman mukaiset poistot			
Arvonalentumiset pysyvien vastaavien hyödykkeistä			
Vaihtuvien vastaavien poikkeukselliset arvonalentumiset			
LIIKETULOS			
Tuotot osuuksista ja muista sijoituksista			
Muut korko- ja rahoitustuotot			
Korkokulut ja muut rahoituskulut			
Kurssierot			
Sijoitusten ja rahoitusarvopapereiden arvonalentumiset			
Välittömät verot			
NETTOTULOS			
Satunnaiset tuotot			
Satunnaiset kulut			
Konserniavustus			
KOKONAISTULOS			
Poistoeron lisäys/vähennys			
Verotusperusteisten varausten lisäys/vähennys			
Laskennallinen palkkakorjaus			
Käyvän arvon muutokset			
Muut tuloksen oikaisut			
TILIKAUDEN TULOS			

Kuva 3. Oikaistun tuloslaskelman malli (Yritystutkimus ry, 2017, s.15).

PYSYVÄT VASTAAVAT		OMA PÄÄOMA	
Kehittämismenot		Osake- tai muu peruspääoma	
Liikearvo		Ylikurssi-, vara- ja arvonorotusrahasto	
Muut aineettomat hyödykkeet		Käyvän arvon rahasto	
Aineettomat hyödykkeet yhteensä		Muut rahastot	
		Kertyneet voittovarat	
Maa- ja vesialueet		Tilikauden tulos	
Rakennukset ja rakennelmat		Pääomalainat	
Koneet ja kalusto		Taseen oma pääoma yhteensä	
Muut aineelliset hyödykkeet		Poistoero	
Aineelliset hyödykkeet yhteensä		Verotusperusteiset varaukset	
		Poistoero ja varaukset yhteensä	
Sisäiset osakkeet ja osuudet		Oman pääoman oikaisut	
Muut osakkeet ja osuudet		Oikaistu oma pääoma yhteensä	
Sisäiset saamiset			
Muut saamiset ja sijoitukset		VIERAS PÄÄOMA	
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset yhteensä		Pääomalainat	
		Lainat rahoituslaitoksilta	
Leasingomaisuus		Saadut ennakot	
		Sisäiset velat	
		Muut pitkäaikaiset velat	
VAIHTUVAT VASTAAVAT		Pitkäaikainen vieras pääoma yhteensä	
Aineet ja tarvikkeet			
Keskeneräiset tuotteet		Laskennallinen verovelka	
Valmiit tuotteet		Pakolliset varaukset	
Muu vaihto-omaisuus		Leasingvastuut	
Vaihto-omaisuus yhteensä			
		Korolliset lyhytaikaiset velat	
Myyntisaamiset		Saadut ennakot	
Sisäiset myyntisaamiset		Ostovelat	
Muut sisäiset saamiset		Sisäiset ostovelat	
Muut saamiset		Muut sisäiset korolliset velat	
Lyhytaikaiset saamiset yhteensä		Muut sisäiset korottomat velat	
		Muut korottomat lyhytaikaiset velat	
Rahat ja rahoitusarvopaperit		Lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä	
		Oikaistu vieraspääoma yhteensä	
Vastaavaa yhteensä		Vastattavaa yhteensä	

Kuva 4. Oikaistun taseen malli (Yritystutkimus ry, 2017, s.30)

2.2.2 Kannattavuuden tunnusluvut

Kannattavuutta pidetään yrityksen tärkeimpänä toimintaedellytyksenä. Heikko kannattavuus kertoo, että yritys tuottaa tappiota ja syö omaa pääomaansa, eikä toiminnan pitkäaikaiselle jatkumiselle ole näin edellytyksiä. Kannattavuutta voidaan mitata sekä suhteellisesti tai absoluuttisesti. Absoluuttinen kannattavuus tarkoittaa yksinkertaisuudessaan liiketoiminnan tulojen ja kulujen erotusta eli voittoa. Suhteellinen kannattavuus taas kuvaa voiton suhdetta yrityksen sijoitettuun pääomaan verrattuna. (Almatalent, n.d.; yritystutkimus ry, 2017, s.63) Seuraavaksi on esitelty erilaisia kannattavuuden tunnuslukuja.

Käyttökate ei esitetä virallisen tuloslaskelman välituloksena, vaan se saadaan laskettua oikaistusta tuloslaskelmasta, kun liiketulokseen lisätään sitä ennen tuloslaskelmassa olevat poistot ja arvonalennukset. Yritystutkimus ry (2017) antaa käyttökateen laskemiselle seuraavat kaavat:

Käyttökate= Liiketulos + Poistot ja arvonalentumiset

$$\text{Käyttökate-\%} = \frac{\text{käyttökate}}{\text{liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100 \quad (1)$$

Käyttökateprosentti kertoo yrityksen tuloksen ennen poistoja ja rahoituseriä. Sen vertaaminen tapahtuu ainoastaan saman toimialan yritysten kesken. Tunnusluvun vertailukelpoisuutta toimialan sisälläkin heikentää se, että yrityksen joko omistavat tuotantovälineensä tai ovat vuokranneet ne. Edellisessä tapauksessa yritykselle aiheutuvat kulut näkyvät tuloslaskelmassa poistoina ja rahoituskuluina käyttökateen jälkeen, kun taas jälkimmäisessä tilanteessa vuokratulot sisältyvät liiketoiminnan muihin kuluihin ennen käyttökateen. (Yritystutkimus ry, 2017, s.63-64)

Tunnusluvulle ei ole olemassa tavoitearvoa. Kuitenkin useimmissa tapauksissa eri toimialojen käyttökateprosentit asettuvat seuraaviin väleihin (Yritystutkimus ry, 2017, s.64).

Teollisuus	5-20%
Kauppa	2-10%
Palveluala	5-15%

Liiketulos on oikaistun tuloslaskelman välitulos, joka poikkeaa virallisesta tuloslaskelman liikevoitosta tai -tappiosta analyysissa tehtyjen oikaisujen määrällä. Näitä oikaisuja voivat olla muun muassa edellä mainitut laskennalliset palkkorjaukset sekä liiketoiminnan muista kuluista ja tuotoista satunnaisiin eriin tehdyt siirrot. Tunnusluku kertoo, kuinka paljon

varsinaisen liiketoiminnan tuotoista on jäljellä ennen rahoituseriä ja veroja. (Yritystutkimus ry, 2017, s.64)

$$\text{Liiketulos-\%} = \frac{\text{liiketulos}}{\text{liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100 \quad (2)$$

Tunnusluku on käytännöllinen ja se soveltuukin niin yksittäisen yrityksen kehityksen seuraamiseen, toimialan sisäiseen vertailuun kuin myös eri toimialojen väliseen vertailuun. Annetut ohjearvot liiketulosprosentille ovat: (Yritystutkimus ry, 2017, s.65)

Yli 10%	Hyvä
5-10%	Tyydyttävä
Alle 5%	Heikko

Nettotulos saadaan laskettua, kun liiketulokseen lisätään tuloslaskelman rahoitustuotot ja vähennetään rahoituskulut ja verot. Jotta yrityksen toimintaa voidaan pitää kannattavana, tulee nettotuloksen olla positiivinen. Tunnuksluvun riittävyys ja vaadittava vähimmäistaso ovat yrityskohtaisia ja määräytyvät muun muassa pääomarakenteen vahvistamispyrkimysten ja voitonjakotavoitteiden mukaan. (Yritystutkimus ry, 2017, s.65)

Nettotulos = Liiketulos + rahoitustuotot – rahoituskulut – verot

$$\text{Nettotulos-\%} = \frac{\text{nettotulos}}{\text{liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100 \quad (3)$$

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti taas puolestaan mittaa suhteellista kannattavuutta eli sitä tuottoa, joka on saatu yritykseen sijoitetulle, korkoa tai muuta tuottoa vaativalle pääomalle. Vertailevuutta toimialan sisällä eri yritysten kesken voivat heikentää riittävän tiedon puute vieraan pääoman jakamiseksi korolliseen ja korottomaan. Lisäksi suuret investoinnit ja tehdyt arvonkorotukset aiheuttavat ongelmia yrityksen sisäisen kehityksen arvioinnissa. (Yritystutkimus ry, 2017, s.68)

$$\text{ROI} = \frac{\text{nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12kk)}}{\text{sijoitettu pääoma keskimäärin tilikaudella}} \times 100 \quad (4)$$

Sijoitettu pääoma lasketaan tilikauden alun ja lopun keskiarvona. Jos yrityksen tilikausi poikkeaa normaalista, on tuotto prosentti muunnettava kahtatoista kuukautta vastaavaksi jakamalla tunnusluvun osoittaja tilikauden pituudella kuukausina ja kertomalla luku kahdellatoista. Sijoitetun pääoman tuotto prosenttia voidaan pitää välttävänä, kun se on vähintään yrityksen korollisesta vieraasta pääomasta maksaman keskimääräisen rahoituskuluprosentin suuruinen. (Yritystutkimus ry, 2017, s.67-68)

2.2.3 Vakavaraisuuden tunnusluvut

Vakavaraisuudesta voidaan myös käyttää nimitystä pääomarakenne tai rahoitusrakenne eli käytännössä tunnusluvut siis kuvaavat vieraan ja oman pääoman suhdetta. Vakavaraisuutta voidaan kuvata yrityksen kyvyksi suoriutua maksuvelvoitteistaan pitkällä tähtäimellä.

Pääomarakenteella eli vakavaraisuudella on tärkeä merkitys arvon luomisessa. Liika vieraan pääoman käyttö voi johtaa yrityksen rahoituskriisiin, ja siksi yrityksen tulisi löytää optimaalinen pääomarakenne, jotta se selviytyy sitoumuksistaan myös heikkoina kausina ilman riskiä liiketoiminnan loppumisesta. (Kallunki, 2014, s.114-115)

Omavaraisuusaste mittaa yrityksen vakavaraisuutta, tappionsietokykyä ja kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä. Lukua laskettaessa on huomioitava yrityksen saadut ennakot, jos ne ovat merkittävät on ne vähennettävä taseen loppusummasta. Omavaraisuusaste on toimialasta riippumaton, joten se soveltuu hyvin yritysten välisiin vertailuihin. (Vilkkumaa, 2010, s.50)

$$\text{Omavaraisuusaste-\%} = \frac{\text{oikaistu oma pääoma}}{\text{oikaistun taseen loppusumma} - \text{saadut ennakot}} \times 100 \quad (5)$$

Yritystutkimus (2017) antaa tunnusluvulle seuraavat ohjearvot:

Yli 40%	Hyvä
20-40%	Tyydyttävä
Alle 20%	Heikko

Omavaraisuusastetta laskettaessa on otettava huomioon yrityksen käyttämä poistotapa sekä inflaation takia tapahtuneet pysyvien vastaavien käypien arvojen poikkeavuus. Mikäli käyvät arvot ylittävät ratkaisevasti tasearvot ja erotus on varmasti todistettavissa, voidaan omavaraisuusastetta laskettaessa tämä tasearvon ylittävä osuus lisätä taseeseen omiin pääomiin. Kuitenkin käyvän arvon määrittelemisessä on noudatettava varovaisuutta. Myös pysyvät vastaavat voivat olla taseessa yliarvostettuja, jolloin omia varoja joudutaan korjaamaan tasearvoa pienemmäksi. (Yritystutkimus ry, 2017, s.69-70)

Toinen vakavaraisuuden tunnusluku on nettovelkaantumisaste eli gearing-luku. Se osoittaa, miten pitkälle yrityksen likvidit varat riittävät korollisten velkojen maksuun ja sen, jääkö omaa pääomaa tämän jälkeen riittävästi vieraan pääoman poismaksamiseen. (Vilkkumaa, 2010, s.51)

$$\text{Net gearing} = \frac{\text{korollinen vieras pääoma} - \text{rahat ja rahoitusarvopaperit}}{\text{oikaistu oma pääoma}} \quad (6)$$

Tunnuslukua voidaan pitää hyvänä, mikäli sen arvo on alle 1. Kuitenkin jos luvun miinusmerkkisyys johtuu negatiivisesta omasta pääomasta, on tunnusluvun arvo heikko. (Yritystutkimus ry, 2017, s.71)

2.2.4 Maksuvalmiuden tunnusluvut

Maksuvalmius tarkoittaa yrityksen kykyä hoitaa kaikki maksunsa ajallaan ja edullisimmalla mahdollisella tavalla. Hyvästä maksuvalmiustilanteesta kielivät yleensä kassa-alennusten hyödyntäminen sekä sekkitililimiitin käyttämättömyys. Heikkouden merkkejä taas ovat erääntyneet maksut, maksetut yliaikakorot ja kalliin lisärahoituksen käyttö. (Vilkkumaa, 2010, s.48-49)

Maksuvalmius voi olla luonteeltaan dynaamista tai staattista. Dynaaminen maksuvalmius mittaa tulo-rahoituksen riittävyyttä maksuveloitteiden hoitamiseen tilikauden aikana ja sitä tarkastellaan kassavirtalaskelman avulla. Staattinen näkökulma taas tarkoittaa maksuvalmiuden tarkastelua tietyllä hetkellä ja siinä verrataan nopeasti rahaksi muutettavan omaisuuden suhdetta lyhytaikaisiin velkoihin. (Yritystutkimus ry, 2017, s.74) Seuraavaksi on esitelty maksuvalmiuden kaksi tunnuslukua quick ratio ja current ratio.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{rahoitusomaisuus} - \text{osatuloutuksen saamiset}}{\text{lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{lyhytaikaiset saadut ennakot}} \quad (7)$$

Quick ratio- tunnusluku mittaa yrityksen kykyä selviytyä lyhytaikaisista veloistaan pelkällä rahoitusomaisuudellaan, lisäksi tunnusluku on toimialariippumaton ja siksi erittäin hyödyllinen maksuvalmiuden mittari. Yllä olevassa kaavassa saadut ennakot ovat keskeneräiseen työhön tai projektiin liittyviä lyhytaikaisia ennakoita. Lisäksi mikäli rahoitusomaisuuteen sisältyy vahvistetuista tappioista johtuvia verosaamisia, vähennetään se tunnuslukua laskettaessa rahoitusomaisuudesta. (Yritystutkimus ry, 2017, s.74-75)

Yritystutkimus (2017) antaa tunnusluvulle ohjearvot:

Yli 1	Hyvä
0,5 – 1	Tyydyttävä
Alle 0,5	Heikko

Current ratio -tunnusluvussa tarkastelu-aika on edellistä pidempi. Siinä ajatellaan, että myös vaihto-omaisuus eli varastossa olevat tavarat ja aineet voitaisiin realisoida rahaksi lyhytaikaisten velkojen selvittämiseksi. Molempien maksuvalmiutta kuvaavien tunnuslukujen heikkous piilee siinä, että ne kuvaavat tilanteen ainoastaan tilinpäätöshetkellä, vaikka todellisuudessa maksuvalmius voi vaihdella suurestikin tilikauden aikana. (Vilkkumaa, 2010, s.48-50)

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{vaihto-omaisuus} + \text{rahoitusomaisuus}}{\text{lyhytaikainen vieras pääoma}} \quad (8)$$

Yritystutkimus (2017) antaa tunnusluvulle ohjeavot:

Yli 2 Hyvä
1 – 2 Tyydyttävä
Alle 1 Heikko

2.2.5 Kiertoaika eli käyttöpääoman tehokkuus

Käyttöpääoman avulla saadaan selville, kuinka paljon yrityksen juokseva liiketoiminta sitoo pääomaa. Sekä omalla että korollisella vieraalla pääomalla rahoitetaan käyttöpääoman tarve. Joten mitä pienempänä käyttöpääoman tarve pysyy, sitä pienemmät ovat myöskin pääoman kustannukset ja sitä kautta yrityksen pääoman tuotto ja maksuvalmius paranevat. Käyttöpääoman rooli on joka yrityksessä yksilöllinen liiketoiminnan luonteesta riippuen, yrityksen tulee löytää tasapaino käyttöpääoman suhteen, sillä myöskin liian pieni käyttöpääoma voi aiheuttaa ongelmia esimerkiksi toimitusvaikeuksia, tuotanto-ongelmia, maineen menetystä jne. Käyttöpääoman laskukaava voi vaihdella eri yritysten välillä, alla yleinen käyttöpääoman laskukaava. (Salmi & Rekola-Nieminen, 2004, s.134)

Vaihto-omaisuus
+ Lyhytaikaiset saamiset
- Operatiiviset korottomat velat
= Käyttöpääoma

Kuva 5. Käyttöpääoman laskentakaava (Salmi & Rekola-Nieminen, 2004, s.134).

Myyntisaamisten kiertoaika kuvastaa, kuinka kauan keskimäärin kestää, että yrityksen myyntituotot kertyvät kassaan. Myyntisaamiset sitovat pääomaa, jonka vuoksi kiertoajan lyhentäminen parantaa yrityksen maksuvalmiutta ja kasvattaa kassavirtaa. Sen saavuttamiseksi yrityksillä voi olla käytössään esimerkiksi kriittinen luottomyynti, käteisalennukset tai yritykset voivat myydä saamisia rahoitusyhtiöille. Jotta yritys voi hallita käyttöpääomaansa on tärkeää seurata sen euromääräistä tasoa, kiertoaikaa ja erityisesti kiertoajan muutosta. Mahdolliset muutokset voivat olla peräisin niin markkinatilanteen muutoksesta kuin asiakkaiden maksukyvyistä. Myyntisaamisten kiertoaika -tunnusluku on vertailukelpoinen niin yrityksen aiempiin vuosiin verrattuna kuin myös

vertailla muihin alalla toimiviin yrityksiin. (Salmi & Rekola-Nieminen, 2004, s.138-139; ks. Myös Niskanen & Niskanen, 2003, s.122-123)

Salmi & Rekola-Nieminen (2004) antavat myyntisaamisten kiertoajalle laskukaavan:

$$\frac{\text{Myyntisaamiset}}{\text{Liikevaihto}} \times 365 \quad (9)$$

Samaan tapaan kuin voidaan tarkastella myyntisaamisten kiertoaikaa, voidaan myös tarkastella ostovelkojen kiertoaikaa, jonka voidaankin ajatella olevan myyntisaamisten peilikuva. Yritys tekee suurimman osan hankinnoistaan velaksi ja järkevästi käytettyinä ostovelat mahdollistavat edullisen tai jopa ilmaisen rahoitusmuodon. Ostovelkojen kiertoaika - tunnusluku paljastaa siis keskimääräisen ostolaskun maksuajan. Vaikka ostovelkojen kierron hitaudesta onkin yritykselle hyötyä, voi kuitenkin liian pitkä kiertoaika kertoa maksuvaikeuksista ja hoitamattomista ostoveloista. (Niskanen & Niskanen, 2003, s.124-125; ks. Myös Salmi & Rekola-Nieminen, 2004, s.139)

Salmi & Rekola-Nieminen (2004) antavat ostovelkojen kiertoajalle laskukaavan:

$$\frac{\text{Ostovelat}}{\text{Tavaroiden ja palveluiden ostot}} \times 365 \quad (10)$$

2.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Kulmakivi yrityksen arvoa määrittäessä on yrityksen tulevaisuuden ennustaminen. Yrityksen hinnan tulisi perustua siihen taloudelliseen hyötyyn, jonka yritys voi tuottaa tulevina vuosina ja siksi tulevan kehityksen ennustamisella on keskeinen rooli yrityksen arvonmäärityksessä. Hinnan määrittäjän on pyrittävä löytämään riittävästi luotettavaa tietoa yrityksestä voidakseen luoda kuvan yrityksen tulevaisuudesta. Siksi onkin tärkeää suorittaa aikaisemmin esitelty vaiheet, kuten strateginen analyysi sekä tilinpäätösanalyysi huolella, jolloin ne luovat riittävän kattavan pohjan yrityksen tulevan liiketoiminnan kehityksen sekä taloudellisen tuottavuuden ennustamiseen. (Vilkkumaa, 2010, s.103)

Tulevan kehityksen ennakointi voidaan perustaa yrityksen omiin arvioihin ja ennusteisiin esimerkiksi tuloskehityksestä tai tulevasta myynnistä. Näiden perusteella suoritettava arvonmääritys perustuu ei-julkisiin tietoihin ja sen takia se pystyykin perehtymään yksityiskohtiin hyvin. Hyvin usein arvonmäärittäjä on kuitenkin yrityksen ulkopuolinen henkilö, jolloin hän saa käyttöönsä ainoastaan yrityksen ulkopuoliset tiedot ja joutuu suorittamaan arvonmäärityksen niiden varassa. Näitä ulkopuolisia

tietoja ovat muun muassa tilinpäätökset, vuosikertomusten muu informaatio, julkaistut toimiala-analyytit sekä muut lähteet. Yleensä suurista pörssilistatuista yrityksistä tietoa on saatavilla pieniä yrityksiä paremmin, johtuen analyytikoista, jotka seuraavat näitä pörssiyrityksiä ammattimaisesti ja muodostavat niistä syvällisiä kokonaiskuvia. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.31-32)

Keskeisenä tekijänä tulevan kehityksen ennakoinnissa tulee myös huomioida käytettyjen informaatioiden avoimuus ja läpinäkyvyys, niin arvonmäärityksen laatijan kuin hyväksikäyttäjän puolelta. Kun molempien tiedossa on käytetyt oletukset sekä niihin vaikuttavat tekijät, voidaan toteutuneita lukuja verrata ennusteisiin ja sitä kautta oppia mahdollisista eroista. Teknillisesti oikein suoritettu tulevaisuuden mallintaminen on tärkeää arvonmäärityksessä. Teknisesti oikealla tavalla tarkoitetaan ennustevuosien ja niistä johdettujen kasvuperiodien mahdollisimman tarkkaa vastaavuutta suhteutettuna todellisuuteen. Näillä seikoilla on merkitystä määrittäessä arvoa niin aloittavalle, kasvavalle kuin vakiintuneellekin liiketoiminnalle. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.32)

2.4 Riskien tunnistaminen ja arviointi

Ei ole olemassa yritystä, jonka toimintaan ei liittyisi riskejä. Liiketoiminnassa yrityksen riskit ovat pienemmät, mikäli yrityksen taloudellinen kehitys on helposti ennakoitavissa ja ennustettavissa, yritys pystyy hoitamaan velvoitteensa täysimääräisinä eri sidosryhmilleen eräpäivien rajoissa sekä se tuottaa vähintään odotetun pääomatuoton omistajilleen. (Seppänen, 2011, s.133)

Yrityksen riskisyys voidaan tunnistaa jo kaupanteko tilanteessa, jolloin kauppatavan ja sen ehtojen on toimittava turvallisuuden takeina. Tulee huomioida yrityksen sopeutumiskyky suhteessa riskiin, vaikka tunnistamamme riski toteutuisi olisiko se silti siedettävissä ja liiketoiminnan jatkuminen mahdollista? Rantasen (2012, s.103) mukaan yksi markkinatalouden perussääntö kuuluukin; mitä enemmän riskiä, sitä enemmän tuottoa. Sääntö vaikuttaa reilulta ja järkeenkäyvältä, tulee kuitenkin muistaa, että yrittäjän tai ostajan riskinsietokyky on aina subjektiivinen ominaisuus. (Rantanen, 2012, s.102-103)

Yrityksen riskisyyttä selvittäessä tulisi ottaa huomioon ainakin seuraavat asiat: riskikohteet, riskien esiintymistiheys, riskien vakavuus sekä riskien seurausvaikutukset ja tehdä niiden pohjalta riskien hallintaan liittyvät tarpeen vaatimat päätökset. Kun riskejä tarkastellaan suhteessa liiketoimintaan vaikuttaviin tekijöihin, voidaan ne luokitella seuraavasti: henkilöihin, omaisuuteen, keskeytykseen, vastuuseen, verkostoihin, tietoihin sekä sopimukseen liittyviin riskeihin. Tämä luokittelu on yksi esimerkki ja sen tarkoitus on palvella riskien kartoittajaa. Tärkeintä on,

että riittävä riskienkartoitus suoritetaan ja sen avulla saadut tiedot myös otetaan huomioon. (Vilkkumaa, 2012, s.107-109)

Kun mahdolliset riskikohteet on tunnistettu ja kartoitettu on syytä miettiä niiden todennäköisyyttä eli esiintymistiheyttä, riskin aiheuttamia vahinkoja sekä seurausvaikutuksia. Arvioinnin päätarkoitus on kohdistaa kartoittajan huomio niihin riskeihin, jotka ovat toiminnan kannalta merkittäviä ja niitä on syytä ehkäistä. Jokainen riski tulisi luokitella erikseen sekä esiintymistiheyden, että sen vakavuuden mukaan, jossa voidaan käyttää vahingon suuruuden mittarina euromääriä. Jokaisella yrityksellä on omat sietorajansa ja siksi rajat tulee asettaa yritys kohtaisesti. (Vilkkumaa, 2012, s.109-110)

Määritellyistä riskeistä voidaan koota ns. Riskitulo -taulukko, joka kuvaa hyvin riskien kokonaisvaikutusta. Siinä esiintymistiheys ja aiheutuvan vahingon suuruus kerrotaan keskenään ja näin saadaan selville yritystoiminnan keskeisimmät ja vaikuttavimmat riskit. Riskianalyysin perusteellisuus, laajuus ja syvällisyys vaikuttavat olennaisesti sekä riskien hallintaan, että yrityksen arvonmääritykseen. Riskikartoitus ja riskitulo -taulukko paljastavat yrityksen liiketoiminnan riskialttiuden ja sen tulee myöskin näkyä yrityksen hinnassa. (Vilkkumaa, 2012, s.110-111)

Taulukko 1. Esimerkki riskitulo- taulukosta (Vilkkumaa, 2010, s.110).

RISKILAJI	Esiintymistiheys	Vakavuus	RISKITULO
Vesivahinko	3	2	6
Murto	3	2	6
Tietojärjestelmien rikkoutuminen	2	2	4
Tietovuoto	2	4	8
Tapaturma	4	2	8
Koneen särkyminen	3	1	3
Toiminnan keskeytyminen	2	4	8
Ympäristövahinko	1	4	4
Tuotevastuuvahinko	2	3	6
Kuljetusvahinko	4	1	4
Tulipalo	2	4	8
Avainhenkilöstön menetys	2	4	8

3 PÄÄOMAN TUOTTOVAATIMUS YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSESSÄ

Tämä luku perehtyy erikseen pääoman tuottovaatimuksen eli pääoman kustannuksen määrittämiseen. Koska yrityksen liiketoimintaa rahoitetaan joko vieraalla tai omalla pääomalla, on myös pääoman tuottovaatimus määritelty edelleen oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksiin, näitä pääomalajien tuottovaatimuksia yhdistelemällä saadaan koko pääoman tuottovaatimus eli pääoman keskimääräiskustannus WACC (Weighted Average Cost of Capital). Pääoman kustannus on keskeinen muuttuja määriteltäessä yrityksen arvoa. Lisäksi siitä ovat kiinnostuneet oman pääoman sijoittajat, jotka arvioivat yrityksen riskiä. Pääoman keskimääräiskustannuksesta on hyötyä myös yritykselle sisäisesti esimerkiksi investointien kannattavuuden laskelmissa. Tärkeää on ymmärtää pääoman tuottovaatimus synonyymiksi pääoman kustannukselle, sanan käyttö riippuu yksinomaan näkökulmasta, josta asiaa tarkastellaan rahoittajat/omistajat vs. Yritys. (Katramo ym., 2013, s.144)

Yrityksen sekä vieraan että oman pääoman sijoittajat saavat sijoitukselleen tuottoa rahavirtana tulevaisuudessa ja sen vuoksi eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on myös huomioitava yrityksen arvonnäilyksessä. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan, kun eri aikoina saatavat tulevaisuuden kassavirrat halutaan muuttaa yhteismitallisiksi eli diskontata ne nykyhetkeen. Pääoman tuottovaatimus yrityksen arvonnäilyksessä on keskeinen ja siksi sen väärin arviointi johtaa virheellisiin tuloksiin arvonnäilyksmalleissa. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.129)

3.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman kustannus eli tuottovaatimus tarkoittaa tuottoa, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. Sen voi usein havaita suoraan, sillä se on tyypillisesti konkreettinen kassasta maksu, ja siksi se on pääoman lajeista helpoiten määriteltävissä. Yrityksen vieraan pääoman rahoitus tapahtuu yleensä pitkäaikaisena joukkovelkakirjalainana tai pankkilainoina. Pankkilainojen osalta kyseessä voi olla sekä pitkä- että lyhytaikaista lainaa ja sen lisäksi myös korkoehdot voivat vaihdella, esimerkiksi kiinteä- tai vaihtuvakorko. Joukkovelkalainojen osalta vieraan pääoman tuottovaatimus vastaa niiden todellista tuottoa, yksin nimellisuotto eli kuponkikorko ei riitä

määrittämään vieraan pääoman tuottovaatimusta. Joissakin tilanteissa on mahdollista vieraan pääoman tuottovaatimus määrittää myös vastaavanlaisen, niin toimialtaan kuin riskeiltään, yrityksen joukkolainojen tuottoa hyväksikäyttäen. (Katramo ym., 2013, s.172)

Yleisimmät laskutavat vieraan pääoman kustannukselle ovat: keskiporko olemassa olevasta vieraasta pääomasta (pankkilaina tai joukkovelkakirjalaina) tai uusien lainojen keskiporko (jos yritys rahoittaisi lainasalkkunsu joko kokonaan tai osittain uudelleen). Yrityksen luottoluokitus eli rating sekä luoton maturiteetti vaikuttavat sen vieraan pääoman kustannuksiin. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.130-132)

3.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimus ei ole suoraan nähtävillä ja siksi sen määrittäminen onkin yksi rahoitusteorian haastavimpia osa-alueita. Yrityksen näkökulmasta pääoman kustannus on se hinta, jolla se saa rahoitusmarkkinoilta käyttöönsä pääomia, esim. investointien rahoittamiseen. Ja taas toisin päin tuottovaatimus muodostuu yrityksen tulevaisuuden tuotto-odotuksiin, joissa ennakoitit riskit, on otettu huomioon. Tästä syystä oman pääoman tuottovaatimus vaihtelee yritysten välillä niiden riskisyyden mukaan. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.133-134)

Oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus määrää yrityksen oman pääoman kustannuksen. Mitä korkea riskisemmästä yrityksestä on kysymys, sitä suurempaa tuottoa eli oman pääoman tuottovaatimusta sijoittajat odottavat sijoitukselleen. Yrityksen näkökulmasta tämä siis tarkoittaa korkeampaa oman pääoman kustannusta. Capital Asset Pricing Model eli CAPM-kaavan avulla voidaan esittää riskisen sijoituskohteen tuottovaatimuksen ja riskin välistä riippuvuutta. (Kallunki, 2004, s.2)

Kallunki (2004) esittää CAPM-kaavan seuraavasti:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (11)$$

Jossa $E(R_i)$ = sijoituskohteelle i asetettu tuottovaatimus
 R_f = riskittömän sijoituskohteen tuotto
 β_i = sijoituskohteen i beeta -kerroin
 $E(R_m)$ = markkinaportfolion odotettu tuotto.

CAPM -kaavassa termi $E(R_m) - R_f$ kuvaa markkinoiden yleistä riskipreemiota eli se on riskittömän tuoton ylittävä osa markkinaportfolion tuotosta. Jotta kaavan avulla voidaan määrittää oman pääoman kustannus, tulee yleisen riskipreemion lisäksi myöskin tietää

riskitön korkokanta R_f sekä beeta -kerroin β_i , joka kuvaa oman pääoman riskiä. (Kallunki, 2004, s.3)

CAPM -mallin keskeinen ajatus siis on, että sijoituskohteen riski on jaettu kahteen osaan: systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Systemaattinen riski viittaa ei-vältettävissä olevaan riskiin, johon emme itse voi vaikuttaa, kuten suhdanteet, poliittiset päätökset ja inflaatio. Epäsystemaattinen sen sijaan tarkoittaa yksittäiseen yritykseen liittyvää riskiä. Näitä voivat olla esim. epäonnistuneet tuotelanseeraukset tai velkaantuneisuuden kasvu. Tässä mallissa systemaattinen riski on siis suuressa roolissa ja sen mittaamiseen käytetään beeta -kerrointa, joka mittaa yksittäisen osakkeen tuoton herkkyyttä suhteessa markkinaportfolion tuottoon esim. OMX Helsinki CAP yleisindeksi. (Soras, 2013)

3.2.1 Markkinoiden riskipreemion määrittäminen

R_f eli riskikorkokanta tarkoittaa sellaisen sijoituskohteen tuottoa, jonka tuoton riskin katsotaan olevan nolla. Käytännössä tämä tarkoittaa valtion liikkeelle laskemien joukkolainojen tuottoa. Riskitön korkokanta vaihtelee markkinakorkojen mukana, jopa päivittäin. Tämän vuoksi paras arvio riskittömästä korkokannasta on viimeisin arvio. Menneiden tietojen käyttäminen antaa riskittömästä korkokannasta väärän arvion. (Kallunki, 2004, s.3)

Markkinoiden riskipreemiolla (kaavassa $E(R_m) - R_f$) on merkittävä rooli CAPM -mallissa ja siksi sillä on myös merkittävä vaikutus yrityksen oman pääoman tuottovaatimukseen. Osakemarkkinoiden riskipreemion määrittämiseen voidaan käyttää erilaisia tapoja. Ensimmäinen tapa on mitata osakkeiden toteutunutta historiallista ylituottoa suhteessa riskittömään tuottoon. Toinen tapa on etsiä arvonmääritysmalleja hyväksikäyttäen sellainen implisiittinen riskipreemion taso, joka toteuttaa osakkeiden kulloisenkin arvostuksen. Kolmas ja yksinkertaisin tapa on kysyä ammattimaiselta sijoittajalta riskipreemion taso. (Katramo ym., 2013, s.152)

3.2.2 Beeta -kertoimen määrittely

Beeta -kerroin on niin sanottu riskimittari ja sen lasku tapahtuu aina osaketta kohden. Se kuvastaa suoraan osakekurssin volatilitteettia eli heiluntaa suhteessa markkinoihin. Se on kerroin, joka mittaa osakkeen markkinariskiä ja kokonaistuoton riippuvuutta markkinoiden keskimääräisestä tuotosta. Jos tulokseksi saadaan alle yhden beeta -kerroin, osakkeet reagoivat markkinoiden muutoksiin keskimääräistä vähemmän, kun taas yli kahden kertoimen saava on riskisempi ja

vaihtelee kaksinkertaisesti markkinoihin nähden. (Pörssisäätiö, 2018; ks. Myös Taloustaito, 2016)

Soras (2013) esittää yksittäisen osakkeen beeta -kertoimen laskukaavaksi seuraavaa $\beta = \frac{\text{Markkinatuoton ja osakkeen tuoton välinen kovarianssi}}{\text{Markkinatuoton varianssi}}$ (12)

Edellä esitetty markkinamallin beeta -kertoimen laskutapa ei kuitenkaan sovellu listaamattomille yrityksille. Sen sijaan tilinpäätösperusteinen menetelmä sopii ja sitä hyödynnetäänkin myöhemmin tässä tutkimuksessa. Siinä yrityksen riskisyys lasketaan tilinpäätöstiedoista, laskemalla liikeriski, operatiivinen velkaantuminen sekä rahoituksellinen velkaantuminen. Tilinpäätöstietojen avulla lasketetaan variaatiokertoimet kullekin tunnusluvulle keskihajonnan ja -arvon avulla. Laskettuja variaatiokertoimia verrataan muihin saman alan yrityksiin, jonka avulla muodostuvat osittaisbeetat. Kun jokaisen osa-alueen osittaisbeeta on tiedossa, voidaan kokonaisbeeta eli beetakerroin selvittää laskemalla osittaisbeetat yhteen eri painoarvoja käyttäen. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.157-158)

3.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Jotta voidaan selvittää yrityksen koko pääoman kustannus, on ensin saatava selville oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset. Koko pääoman tuottovaatimus saadaan laskettua vieraan ja oman pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona. Kun painokertoimina käytetään vieraan ja oman pääoman osuuksia yrityksen koko pääomasta, saadaan pääomalajien tuottovaatimukset samassa suhteessa kuin missä niitä on yrityksen kokonaispääomassakin. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.175)

Pääoman kertoimien eli pääomarakenteen selvittämiseen voidaan käyttää kolmea eri tapaa: kirjanpidollisiin arvoihin perustuva, markkina-arvoihin perustuva sekä tavoitteelliseen pääomarakenteeseen perustuva. Kirjanpidollisista arvoista saadaan selville vieraan pääoman markkina-arvo, mutta ne eivät usein vastaa oman pääoman todellista arvoa. Kun pääoma rakennetta lasketaan markkina-arvoista, on lopputulos yleensä hyvin lähellä tavoitepääomarakennetta. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.176)

Verojen vaikutus on myös huomioitava laskettaessa koko pääoman tuottovaatimusta. Yritysten on mahdollista vähentää vieraan pääoman korkomaksut verotuksessaan, osingoilla ei kuitenkaan ole vaikutusta verotettavaan tulokseen. Tämä vieraan pääoman veroetu on otettava laskelmassa huomioon vieraan pääoman tuottovaatimusta pienentävänä tekijänä. Kun aikaisemmin esitellyt vieraan ja oman pääoman tuottovaatimukset sekä pääomien painotus on määriteltä, voidaan

määritellä WACC eli koko pääoman tuottovaatimus. (Katramo ym.,2011, s.176)

Kallunki & Niemelä (2004) esittävät WACC laskukaavaksi:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_D \times (1 - T_c) \quad (13)$$

Jossa

- E on yrityksen oman pääoman markkina-arvo
- D on vieraan pääoman markkina-arvo
- V on koko pääoman markkina-arvo
- R_E on oman pääoman tuottovaatimus
- R_D on vieraan pääoman tuottovaatimus
- T_c on yhtiöverokanta

4 ARVONMÄÄRITYSMALLIT

Edellä kuvattujen tilinpäätös- ja strategisen analyysin jälkeen on aika muuttaa niiden pohjalta tehdyt havainnot yrityksen arvoksi. Pääosin käytössä olevat arvonmäärittämissmallit ovat nykyarvomalleja. Niissä tulevaisuuden rahavirrat, joita ovat vapaa kassavirta, nettotulos tai osingot diskontataan tarkasteluhetkeen. Tämä mahdollistaa eri aikoina syntyvien rahavirtojen saamisen samanarvoisiksi. Aika-arvon huomioimiseen käytetään diskonttauskorkoa, josta voidaan puhua myös tuottovaatimuksena tai pääoman kustannuksena. Tyypillinen diskonttauskorko on WACC (weighted average cost of capital) eli pääoman keskimääräiskustannus. Mitä suurempi riski tuleviin kassavirtoihin liittyy, sitä korkeampi on arvonmäärittämisessä käytettävä diskonttauskorko. (Katramo ym., 2011, s.127)

4.1 Substanssiarvo

Substanssiarvoa voidaan sanoa yrityksen vähimmäisarvoksi. Yksinkertaisuudessaan se tarkoittaa yrityksen varojen ja velkojen erotusta. Sen ajatuksena on selvittää rahamäärä, joka yritykseen jää, kun sen kaikki tuotannontekijät on muutettu rahaksi ja yrityksen kaikki velat on maksettu pois. Substanssiarvon lähtökohtana käytetään siis yrityksen virallista tasetta. Yrityksen taseessa omaisuuden arvot voivat vaihdella suurestikin markkina-arvoon nähden, jolloin niiden arvostamiseen tulee kiinnittää erityistä huomiota. (Rantanen, 2012, s.87)

Yrityksen omaisuuden arvon selvittämiseksi on olemassa kaksi tapaa: likvidaatio hinta ja käypä hinta. Likvidaatiohinnan lähtökohta on, kuinka paljon omaisuushyödykkeestä saadaan, jos se myydään eteenpäin. Käypä

hinta -menetelmää käyttämällä omaisuushyödykkeiden hinta arvioidaan vastaavan kuntoisen ja ikäisen hankintahinnan mukaan. Itse yrityksen hinta saadaan selville, kun edellisten keinojen avulla selvitetyn omaisuuden hinnasta vähennetään yrityksen velat ja vastuut. (Vilkkumaa, 2010, s.118-119)

Substanssiarvon lähtökohta on siis se, että yrityksestä ei kannata maksaa enempää kuin mitä maksaisi perustaa tai ostaa vastaava yritys. Mikäli yrityksen tasearvoissa ei ole oikaisemisen tarvetta on substanssiarvo sama kuin yrityksen tasearvo. Myyjän näkökulmasta tämä tarkoittaa yrityksen realisointiarvoa, eli mitä hänelle jää omaisuuden myynnin ja siitä maksettujen velkojen jälkeen. (3J Consulting oy, 2015, s.5)

$$\begin{aligned} Tasesubstanssi = & & (14) \\ Taseen loppusumma - korolliset velat - korottomat velat & \\ - varaukset & \end{aligned}$$

Tai

$$\begin{aligned} Käyvän hinnan substanssiarvo eli markkinasubstanssi = & (15) \\ Käyvän hinnan varat - käyvän hinnan mukaiset velat ja vastuut & \end{aligned}$$

4.2 Tuottoarvo

Tuottoarvoon perustuvia arvonmääritysmenetelmiä käytetään usein yritysten arvonmäärittämiseen. Tuottoarvo perustuu tulevana vuosina omistajalleen tuottamien kassavirtojen tai tulosten nykyarvoon, ja pyrkii sitä kautta määrittämään yrityksen arvon. Ideana on diskontata kassavirrat diskonttauskorolla, joka kuvastaa rahan aika-arvoa sekä yritystoimintaan liittyvää riskiä. Tuottoarvomenetelmät ovat joustavia niin teoreettisesti kuin käytännössäkin, joten niitä voidaan muokata soveltumaan erilaisiin arvonmäärittämissä tilanteisiin, kohteisiin ja olosuhteisiin. (Seppänen, 2017, s.183)

Tuottoarvon lähtökohtana on ajatus siitä, kuinka paljon yritys tulee tulevana vuosina tuottamaan tulosta uudelle omistajalleen. Tätä varten tarvitaan realistinen tulosennuste, jossa tulevat tuotot on laskettu yhteen esimerkiksi viideltä seuraavalta vuodelta. On yrityksestä ja toimialasta riippuvaa, kuinka pitkältä ajalta tuotot lasketaan ja minkä suuruisia ne ovat. Laskelman pohjana käytetään menneitä ja uusimpia virallisia tuloslaskelmia, mahdollisimman oikean tuloksen saavuttamiseksi korjaukset eli oikaisut tuloslaskelmaan ovat tarpeellisia. (Yrityskaupat, n.d.)

4.3 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen oman pääoman arvonmääritysmenetelmä. Se toimii myöskin perustana myöhemmin esiteltävissä kehittyneimmissä malleissa kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Mallin ongelmakohtana on yritysten osingonjako sekä osingonjako ennusteet, joita saadaan yleensä vain 1-2 vuodelle, kun taas tulosenennusteita saadaan huomattavasti pidemmälle. Osingonjako ongelma perustuu siihen, että yritykset jakavat vain osan tuloksesta osinkoina ja näin ollen osingonjakosuhte vaihtelee paljonkin yrityksittäin, kuin myös vuosittain. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.103-104)

Mallin mukaan osakkeen arvo P_0 saadaan laskemalla yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo. Koska oman pääoman sijoitukselle ei ole määräaikaa, muodostuu osakkeen arvo loputtomasta osinkovirrasta. Kaavassa yrityksen tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle kuin mahdollista ja tästä eteenpäin pyritään arvioimaan osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.103-104)

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_t(1+g)}{r-g} \quad (16)$$

Jossa

- P_0 = Osakkeen arvo
- D_t = Osingot vuonna t
- g = Osinkojen vuosittainen kasvuvauhti
- t = Vuosia (1,2,3,...,n)
- r = oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus

4.4 Vapaan kassavirran malli

Kassavirtalaskelmien käyttö yrityksen arvonmäärityksessä, mahdollistaa realistisen tuloksen arvosta, sillä tilinpäätösten harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Virallisissa tilinpäätöksissä yrityksen tulokseen vaikuttavat muun muassa menojen ja tulojen jaksottaminen eri tilikausille, käyttöomaisuuden investointimenojen poistojen jaksottaminen sekä erilaiset tilinpäätöskäytännöt. Kassavirtalaskelmissa sen sijaan seurataan ainoastaan kassassa tapahtuvia liikkeitä eli tilikauden aikana tapahtuvia kassatuloja ja -menoja. Kassavirtaperusteisen arvonmääritysmallin etuihin kuuluu myös mahdollisuus tarkastella tulevan tuloskehityksen edellytyksiä sekä tuloksen kasvun tekijöitä. (Katramo ym., 2013, s.129)

Samoin kuin osinkoperusteisessa mallissa myös kassavirtaperusteisessa arvonmääritysmallissa yrityksen arvo saadaan nykyarvosta, tässä mallissa se lasketaan tulevien kassavirtojen perusteella. Vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF) on yleisin käytetty kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli. Vapaata kassavirtaa laskettaessa on otettava

huomioon verot, ajatellaan että yrityksellä ei olisi korkomaksuja (pääomarakenne oletetaan velattomaksi) ja näin ollen korkomaksujen vähennysoikeus ei pienennä verojen määrää. Mallin avulla voidaan määrittää oman pääoman arvo (free cash flow to equity, FCFE) tai koko yrityksen arvo (free cash flow to firm, FCFF). Hinnoittelu mallin valinnassa tulee huomioida sen soveltuvuus tilanteeseen nähden. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.108-109)

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

+ Vaihto-omaisuuden lisäys
 + Myyntisaamisten lisäys
 - Ostovelkojen lisäys
 = Käyttöpääoman muutos
 (+mahdollinen korottomien pitkäaikaisten velkojen muutos)

Kuva 6. Esitys vapaan kassavirran laskelmasta ja käyttöpääoman muutoksesta (Kallunki & Niemelä, 2004, s.111)

Liikevoitto saadaan suoraan tuloslaskelmasta ennen rahoituseriä, ja se otetaan sellaisenaan kassavirtalaskelmaan. Sen jälkeen siihen lisätään mahdollinen osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta, joka myöskin löytyy tuloslaskelmasta. Tämän jälkeen vähennetään liiketoiminnan tuloksesta maksettavat verot, jonka tuloksena saadaan selville operatiivinen kassavirta. Operatiiviseen kassavirtaan lisätään poistot, jolloin saadaan selville bruttokassavirta. Tästä tuloksesta poistetaan vielä käyttöpääoman muutos sekä bruttoinvestoinnit, jolloin saadaan selville vapaa operatiivinen kassavirta. Lopuksi vielä vapaaseen operatiiviseen kassavirtaan lisätään vielä muut erät, joka tarkoittaa satunnaisia eriä ja tämän jälkeen saadaan selville vapaa kassavirta. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.110-111)

Tulevien vuosien kassavirtojen ennakkoinnissa tuloskehityksen lisäksi on syytä ennakoida myös eri käyttöpääoman eriä ja niiden kehittymistä saman tarkastelujakson aikana. Ennakointiin voi hakea helpotusta menneiden vuosien tiedoista ja pyrkiä löytämään yhtäläisyyksiä esimerkiksi liikevaihdon kasvun ja myyntisaamisten kasvun sekä mahdollisesti varaston kasvun kesken. Myös yrityksessä tehtävien investointien määrä on syytä ennakoida, kunakin vuonna yrityksen tekemät investoinnit ovat kassasta maksettavia kassamaksuja ja siksi niiden vaikutus vapaaseen kassavirtaan voi olla suuri. Myös tulevien vuosien tarve mm. Tuotekehittelyyn, henkilöstön valmentamiseen, markkinointiin yms. On tärkeä ottaa laskelmissa huomioon joko suorina kuluina tai investointeina. (Vilkkumaa, 2010, s.130-131)

Vapaan kassavirran menetelmällä koko yrityksen arvo lasketaan diskonttaamalla koko yrityksen odotetut vapaat kassavirrat nykyhetkeen pääoman keskimääräiskustannuksilla (weighted average cost of capital WACC). Kun vapaata kassavirtaa lasketaan koko yritykselle, ei oteta huomioon rahoituskuluja, sillä ne huomioidaan vapaiden kassavirtojen diskonttaustekijänä käytettävässä pääoman keskimääräiskustannuksessa. Kun mallin avulla on selvitetty koko yrityksen arvo, voidaan oman pääoman arvo laskea vähentämällä koko yrityksen arvosta vieraan pääoman rahoittajien osuus. Saatu summa on siis osakkeenomistajan osuus yrityksen arvosta. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.109)

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1+r_e} + \frac{FCF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_e)^3} + \dots \quad (17)$$

Jossa P_0 = Kassavirtojen nykyarvo, eli osakkeen arvo
 FCF = Vapaa kassavirta
 r_e = Pääoman keskimääräiskustannus (WACC)

(Kallunki & Niemelä, 2004, s.109)

4.5 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli kuuluu myöskin nykyarvomalleihin ja sen perustana toimii aikaisemmin esitelty osinkoperusteinen malli. Se on tilinpäätösperusteinen malli, jota on kehitetty osinkoperusteisesta mallista niin, että osinkojen sijasta mallissa hyödynnetään yrityksen voittoja. (Katramo ym., 2011, s.136)

Kallunki & Niemelän (2004) mukaan lisäarvomallin mukaan osakkeen arvo muodostuu seuraavasti:

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \frac{ae_4}{(1+r)^4} + \dots \quad (18)$$

Jossa BV_0 = Oman pääoman kirjanpidollinen arvo
 ae = lisävoitto eli ennustetun/arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus
 r = Diskonttaustekijä eli oman pääoman tuottovaatimus

Lisävoitolla mitataan yrityksen kykyä tehdä voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Jos se on positiivinen, yritys on kykenevä tuottamaan toiminnallaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle. Negatiivisuus taas puolestaan viittaa siihen, että yritys ei pysty tuottamaan taloudellista lisäarvoa ja liiketoiminta sen sijaan syö yrittäjän varallisuutta. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.119)

Lisäarvomallilla on huomattavia etuja perinteisiin malleihin verrattuna. Mallin mukaan osakkeen arvo muodostuu kirjanpidollisesta arvosta sekä yrityksen tulevista taloudellisista lisäarvoista. Koska suurin osa arvosta tulee tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta, eivät ennustusvirheet vaikuta tuloksiin ratkaisevasti. Lisäksi vakautta luo, kun diskontataan nettotuloksen ja vaaditun tuloksen erotusta vuosittaisen bruttovirran sijasta. Tulevien voittojen hyödyntäminen arvon laskemisessa mahdollistaa myös sen, että ulkopuoliset arvonmäärittäjät voivat käyttää hyväkseen analyytikoiden ennusteita yrityksen tulevista voitoista ja onnistuvat näin helpommin määrittämään yrityksen arvon. (Kallunki & Niemelä, 2004, s.120)

5 KOHDEYRITYKSEN ANALYSOINTI

Seuraavaksi siirrytään kohdeyrityksen analysointiin, joka on arvonmäärityksen ensimmäinen vaihe. Alkuun esitellään kohdeyritys ja käsitellään yrityksen strateginen analyysi, josta siirrytään tilinpäätöksen analysointiin tunnuslukujen avulla, myös yrityksen tulevaisuuden näkymät sekä riskit on käsitelty tässä osiossa.

5.1 Kohdeyrityksen esittely

Kohdeyritys on Etelä-Savossa toimiva rakennusalan pk-yritys. Se on listaamaton osakeyhtiö ja se on ollut toiminnassa vuodesta 1992 alkaen. Yritys tarjoaa asiakkailleen laajat palvelut aina peruskorjauksista uusrakentamiseen. Suurin työllistäjä yritykselle on tällä hetkellä julkinen sektori, kuten kunta, kuitenkin unohtamatta yritys- ja yksityisasiakkaita. Yrityksellä on oma hallirakennus, jonka yhteydestä löytyvät sekä toimitusjohtajan toimistotilat, että varastointitilat koneille ja työkaluille. Päätoimen lisäksi yritys saa myös lisätuloja vuokraamalla osan hallistaan ulkopuoliselle toimijalle. (Toimitusjohtaja, haastattelu 6.8.2019)

Yritys on kooltaan pieni yritys. Pk-yrityksistä voidaan erottaa ”pieni yritys”, jos sen palveluksessa on vähemmän kuin 50 työntekijää, vuosiliikevaihto on enintään 10miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 10miljoonaa euroa ja jonka pääomasta tai äänivaltaisista osakkeista 25% tai enemmän ei ole yhden sellaisen yrityksen omistuksessa, joihin ei voida soveltaa tilanteen mukaan Pk-yrityksen määritelmää (Tilastokeskus). Yritys työllistää tällä hetkellä kuusi työntekijää, jotka kaikki ovat vakituisia ja kokoaikaisia. Yrityksen liikevaihto vuosina 2014-2018 on vaihdellut 703 411€:n ja 850 512€:n välillä. (Toimitusjohtaja, haastattelu 6.8.2019)

5.2 Strateginen analyysi

Kohdeyrityksen strateginen analysointi suoritettiin keskittymällä eri strategia suunnitelman osa-alueisiin. Ensiksi on perehdytty yrityksen varsinaiseen toiminta-ajatukseen sekä arvoihin ja visioon. Tämän jälkeen siirrytään strategisen liiketoiminta-alueen käsittelyyn ja perusanalyysiin sekä ulkoisista että sisäisistä tekijöistä, joihin kuuluvat muun muassa asiakuudet ja asiakkaat, alihankkijat ja kumppanit sekä kilpailijat. Strategisen analyysin suorittamiseksi yrityksen toimitusjohtajaa on haastateltu ja alla käsiteltävät tiedot on saatu elokuussa 2019 suoritetun teemahaastattelun avulla.

5.2.1 Kohdeyrityksen toiminta-ajatus, arvot ja visio

Kohdeyrityksen toiminta-ajatus on tarjota laadukkaita ja huolella suunniteltuja rakennuspalveluita aina peruskorjauksista uusrakentamiseen kaikille niistä tarvitseville. Yrityksen arvoja tai visiota ei ole tarkkaan ennalta määritelty. Toimitusjohtajan haastattelussa kerätyn tiedon pohjalta voidaan yrityksen arvoiksi sanoa, asiakaslähtöisyys, luotettavuus sekä turvallisuus ja vastuullisuus. Yritys pyrkii kaikissa toimissaan toimimaan edellä mainittujen arvojen mukaisesti. Erityisesti painoarvoa on asiakaslähtöisyydellä. Yritys haluaa pitää kiinni vanhoista asiakkaistaan tuottamalla heille laadukkaita ja aikataulun mukaisia palveluita. Kaikki työt toteutetaan asiakkaan toiveita kuunnellen ja mielekkäät vaihtoehdot pyritään aina löytämään. Turvallisuutta ja vastuullisuutta yritys toteuttaa kouluttamalla henkilökuntaa säännöllisesti ja varmistamalla asianmukaisen sekä toimivan kaluston työntekijöilleen.

Yritys haluaakin tulevaisuudessa olla luotettava ja laadukas toimija, joka hoitaa työnsä aikataulunmukaisesti, huolella ja asiakasta kunnioittaen. Vaikka yrityksellä ei selkeää visiota ollutkaan määriteltynä voidaan edellä mainittua pitää hyvänä visiona. Yritys onkin jo onnistunut toteuttamaan visiotaan ja siitä kertoo yrityksen hyvä maine toimialueellaan. Koska yritys ei pysty pienen kokonsa vuoksi kilpailemaan suurten yritysten kanssa on sille erityisen tärkeää noudattaa kaikissa toimissaan yllä mainittuja arvoja, jotta se voi taata jatkuvuuden vanhojen asiakkaidensa kanssa sekä hankkia uusia asiakkaita.

5.2.2 Strateginen liiketoiminta-alue

Yrityksen kotipaikka sijaitsee pienellä paikkakunnalla Etelä-Savossa. Suurin osa yrityksen töistä sijaitsee kotipaikkakunnalla, mutta mahdollisuuksien mukaan urakoita otetaan vastaan n.60km säteellä kotipaikasta. Yrittäjän mukaan urakkatarjouksia kysellään myös alueen ulkopuolelta, mutta tällä hetkellä yrityksellä ei ole resursseja toteuttaa näitä pienen kokonsa vuoksi. Mahdollisen yrityksen toiminta-alueen laajentamiselle voidaan siis katsoa olevan hyvät edellytykset, se kuitenkin vaatisi lisää työntekijöitä sekä muuta kalustoa.

5.2.3 Perusanalyysit

Tässä osiossa suoritettavat analysoinnit on jaettu edelleen ulkoisiin ja sisäisiin tekijöihin. Ulkoisista tekijöistä tärkeimpinä on analysoitu toimialaa, kilpailijoita sekä asiakkaita ja alihankkijoita. Sisäisistä tekijöistä analysoitavaksi on valittu henkilöstö ja johto, hinnoittelu sekä markkinointi.

Toimiala

Kohdeyrityksen toimialana on rakennusala, johon kuuluu uusien rakennusten rakentaminen sekä eri-ikäisten rakennusten korjausrakennus. Suhdannevaihtelut rakentamisessa ovat olleet poikkeuksellisen voimakkaita viimeisen 50 vuoden aikana ja rakennusala voidaan kutsua metsäteollisuuden ohella Suomen suhdanneherkimmäksi toimialaksi (Mölsä, 2016).

Vuonna 2018 rakentaminen kasvoi voimakkaasti noin 3,5%, erityisesti asuntojen uudisrakentaminen oli vilkasta. Loppuvuotta kohti kasvu kuitenkin hidastui ja vuoden 2019 näkymät ovat maltillisen vähenemisen suuntaan. Ennuste rakentamisen tuotannon supistumisesta vuodelle 2019 on -2,5 - -0,5%, supistumisen arvioidaan jatkuvan myös vuonna 2020 jolloin sen arvellaan olevan -3,5 - -1,5%. Uudistalorakentaminen hidastuu tällä hetkellä voimakkaimmin ja rakentamisen maltillinen väheneminen on todennäköistä. Kuitenkin teollisuusrakennusten, terveydenhuollon rakennusten sekä koulujen rakentamisen katsotaan edelleen pysyvän vilkkaana. Lisäksi korjausrakentamisen, erityisesti asuinrakennusten, tarpeen odotetaan kasvavan. (Valtiovarainministeriö, 2019, s.8-9)

Kilpailijat

Kilpailutilanne yrityksen toimialueella on suhteellisen kova. Alueella toimii muutamia suurempia rakennusalan yrityksiä ja lisäksi myös pieniä ammatinharjoittajia, jotka suorittavat pääasiassa kunnostustöitä. Suurin osa kohdeyrityksen tuloista muodostuu yritysasiakkaista sekä kunnalle

suoritetuista urakoista. Tämä kiristää kilpailutilannetta entisestään, sillä useimpiin kilpailijoihin nähden yrityksen koko on pieni, eikä se näin pysty aina pärjäämään tarjouskilpailuissa suuria toimijoita vastaan.

Kovasta kilpailutilanteesta huolimatta yrityksen toiminta alueella on vahvaa ja se on onnistunut luomaan itselleen hyvän asiakaskunnan ja saavuttanut hyvän maineen. Yrityksen vahvuuksiin kuuluu luotettava ja ystävällinen henkilökunta sekä huolella toteutetut ratkaisut, joille yrittäjä uskoo tulevaisuudessakin riittävän kysyntää. Tällä hetkellä yrittäjä ei ole halukas kasvattamaan toimintaansa niin paljon, että sen olisi mahdollista kilpailla suuria toimialalla toimivia yrityksiä vastaan. Sen sijaan yritys keskittyy luomaan kestäviä ja pitkäaikaisia asiakassuhteita.

Asiakkaat ja alihankkijat

Suurin osa kohdeyrityksen asiakkaista on muita yrityksiä sekä kunta, kuitenkin yksityisiä kotitalouksia unohtamatta. Yritys on ollut toiminnassa pitkään, joten se on luonut hyvät verkostot niin asiakkaiden kuin alihankkijoiden suhteen. Yrityksen hyvä työnjälki sekä asiakaslähtöisyys onkin auttanut luomaan pitkäaikaisia suhteita niin yritys- kuin yksityisasiakkaisiin.

Yrityksen laajat verkostot näkyvät myös työmailla, joissa se tarpeen vaatiessa hyödyntää alihankkijoita. Näin ollen yritys pystyy vastaamaan asiakkaidensa tarpeisiin laajemmin, kuitenkin palkkaamatta lisää vakituisia työntekijöitä tai investoimalla uusin koneisiin ja laitteisiin. Vahvasta ja kasvavasta asiakastilanteesta kertoo myös useiden uusien asiakkaiden tarjouspyynnöt urakatöistä.

Henkilöstö ja johto

Kohdeyritys työllistää tällä hetkellä kuusi henkilöä, yrittäjä itse mukaan lukien. Henkilöstön vaihtuvuus yrityksessä on todella pientä ja osa työntekijöistä onkin ollut toiminnassa mukana ihan yrityksen perustamisesta lähtien. Henkilöstöstrategian lähtökohtana on hyvä työilmapiiri, työhyvinvointi, osaaminen ja pitkäaikaiset työsuhteet.

Yrittäjä itse keskittyy pääsääntöisesti juoksevien asioiden hoitamiseen sekä urakoiden laskemiseen, tarvittaessa kuitenkin myös hänkin työskentelee työmailla. Työntekijöiden säännöllinen koulutus ja määräysten läpikäyminen nähdään edellytyksinä ammattitaitoiselle työlle ja siksi siitä pidetään hyvin huolta.

Ammattitaitoiset ja hyvän tuuliset työntekijät ovat myös yksi suuri syy yrityksen hyvään maineeseen sekä pysyvien asiakassuhteiden luomiseen ja siksi yritys haluaakin panostaa työntekijöiden hyvinvointiin. Työhyvinvointi myös edes auttaa työjaksamisessa ja vähentää

sairauspoissaoloja, jonka ansiosta työmaiden valmistuminen ajallaan on mahdollista.

Lisäksi yrityksen johdon eli itse yrittäjän tehtäviin kuuluu yrityksen tuloksen ja tuottavuuden seuraaminen. Yrittäjä itse vastaa yrityksen toiminnasta ja sitä ohjaavista päätöksistä.

Hinnoittelu ja markkinointi

Yritys ei aina pysty kilpailemaan hinnalla suurempien toimijoiden kanssa pienen kokonsa vuoksi. Useimmat asiakkaat ovat kuitenkin valmiita maksamaan yrityksen hyvästä ja luotettavasta työnjäljestä hieman enemmän. Yleisesti hinnoittelu seuraa yleistä hintakehitystä. Jokaisen palvelun hinta lasketaan erikseen yrittäjän toimesta.

Yrityksen tämän hetkinen markkinointi on olematonta. Yrityksellä on käytössään heikot nettisivut, joiden päivittämisestä ei vastaa kukaan. Huonosta markkinoinnista huolimatta pienen paikkakunnan etuihin kuuluu se, että ihmiset puhuvat paljon keskenään ja tätä kautta yritys saa paljon asiakkaita. Yritys onkin keskittynyt markkinoimaan itseään laadukkaalla ja luotettavalla työnjäljellä, josta asiakkaat voivat levittää sanaa.

5.3 Tilinpäätösanalyysi

Tässä osiossa kohdeyrityksen tilinpäätöstietoja on tutkittu vuosilta 2014-2018. Tilinpäätöstietojen avulla on laskettu listaamattomille pk-yrityksille keskeisiä tunnuslukuja niin kannattavuudesta, maksuvalmiudesta, vakavaraisuudesta kuin kiertoaikaluvuista, arvonmäärityksen tueksi. Tunnusluvut antavat kuvan yrityksen menneestä kehityksestä ja toimivat näin pohjana arvioidessa tulevaa kehitystä. Lisäksi laskettuja tunnuslukuja vertaillaan yritystutkimuksen asettamiin viitearvoihin sekä muihin saman toimialan yrityksiin.

Vertaillen muihin saman alan yrityksiin kohdeyritys kuuluu toimialaan 412- asuin ja muiden rakennusten rakentaminen. Vertailun kohteena käytettiin Finnveran tilinpäätöstilastoja toimialoittain. Vuoden 2018 tilastoissa vertailuyrityksiä oli 50, vuonna 2017 210, vuonna 2016 274, vuonna 2015 346 ja vuonna 2014 359. (TEM-tilastopalvelu, n.d.)

Kohdeyrityksen tuloslaskelmiin ja taseisiin ei ollut tarpeellista tehdä erillisiä oikaisuja, mutta tunnuslukujen laskemiseksi on tuloslaskelma ja tase muutettu teoriaosuudessa (kuva 3 ja 4) esitettyjen yritystutkimuksen kaavojen mukaisiksi. Oikaistut tuloslaskelmat ja taseet vuosilta 2014-2018 löytyvät tämän tutkimuksen liitteistä. Lisäksi tunnuslukujen laskemisessa on noudatettu teoriaosuudessa esiteltyjä kaavoja.

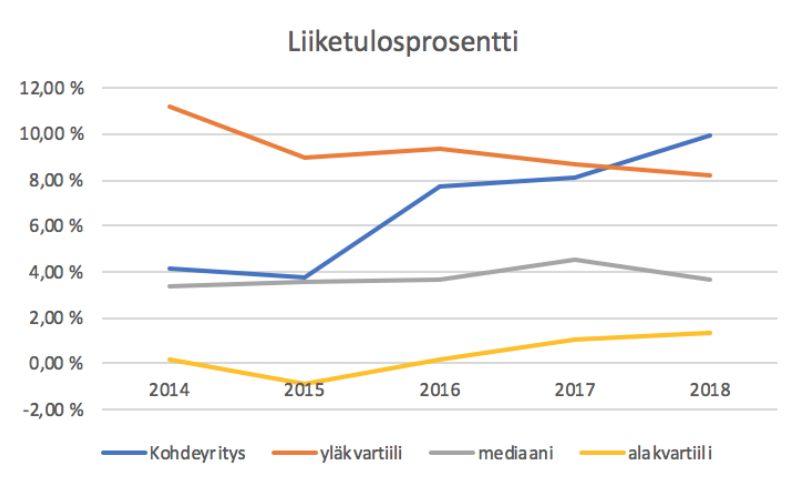
5.3.1 Kannattavuus

Kannattavuuden mittareiksi on valittu liiketulosprosentti sekä käyttökateprosentti. Parkkosen (2018) mukaan kyseiset tunnusluvut ovat rakennusalan yrityksen talouden tärkeimpiä mittareita mitattaessa kannattavuutta. Molempien tunnuslukujen etuihin kuuluu hyvä vertailtavuus saman toimialan yritysten kesken (Yritystutkimus ry, 2017, s.64).

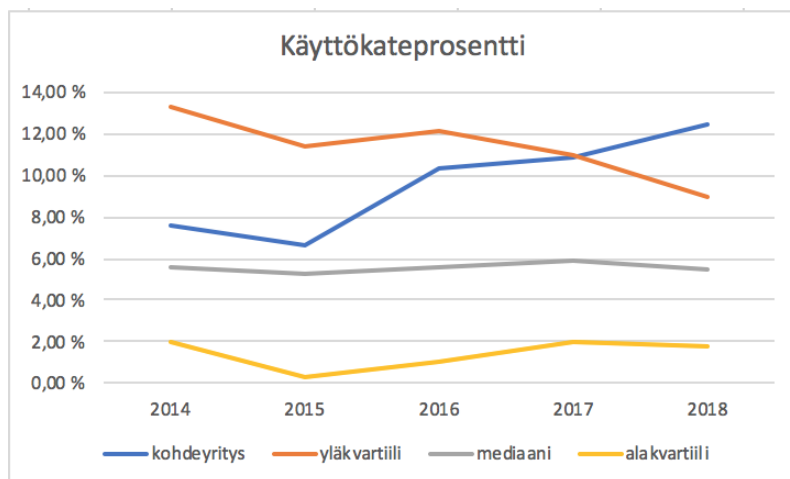
Kohdeyrityksen liiketulosprosentti on vaihdellut vuosina 2014-2018 3,74-9,91% välillä. Vuonna 2015 se on ollut alimmillaan 3,74% ja tästä eteenpäin luvun kehitys ylöspäin on ollut nopeaa. Jo vuoteen 2016 se on kasvanut n.4%, jonka jälkeen kehitystä on tapahtunut noin prosenttiyksikön verran vuodessa, saavuttaen korkeimman tuloksen 9,91% vuonna 2018. Liiketulosprosentin arvioinnissa voidaan käyttää seuraavia ohjearvoja: yli 10% on hyvä, 5-10% tyydyttävä ja alle 5% heikko (Yritystutkimus ry, 2017, s.65). Muihin toimialalla toimiviin yrityksen verrattuna kohdeyrityksen liiketulosprosentti sijoittuu vuosina 2014-2017 mediaanin ja yläkvartiilin väliin, ja vuonna 2018 tunnusluku saa yläkvartiilia suuremman arvon.

Toiseksi kannattavuuden tärkeäksi mittariksi valikoitui käyttökateprosentti. Tarkasteluajanjaksona tunnusluku saa arvoja 6,58-12,38% väliltä. Heikoimman arvon myös tämä luku saa vuonna 2015 ollen 6,58%, vuoteen 2016 kasvu tapahtuu nopeasti, jolloin se saa arvon 10,31% ja tästä eteenpäin tunnusluku jatkaa tasaista kasvua saavuttaen parhaan arvonsa 12,38% vuonna 2018. Käyttökateprosentille ei voida antaa yleisiä ohjearvoja, vaan sen taso on riippuvainen yrityksen toimialasta ja pääomarakenteesta (Almatalent, n.d.). Vertailussa saman toimialan yrityksiin huomataan kohdeyrityksen pärjäävän hyvin. Sen arvot sijoittuvat vuosina 2014-2016 mediaanin ja yläkvartiilin väliin. Vuonna 2017 se ei aivan yltä yläkvartiilin rajalle, joka on 11,0%, mutta vuonna 2018 se on jo reilusti yläkvartiilin rajan yläpuolella, rajan ollessa 9,0%.

Alla olevat kaaviot on luotu havainnollistamaan kohdeyrityksen kannattavuuden tunnuslukujen kehitystä sekä niiden vertailua muihin saman alan yrityksiin, TEM-tilastopalvelun avulla.



Kuva 7. Kohdeyrityksen liiketulosprosentin kehitys ja vertailu.



Kuva 8. Kohdeyrityksen käyttökateprosentin kehitys ja vertailu.

Yllä olevat kaaviot havainnollistavat hyvin yrityksen kannattavuuden kehitystä koko ajan paremmaksi. Selvästi tarkastelujakson huonoin vuosi kannattavuuden näkökulmasta on ollut 2015, jolloin molemmat tunnusluvut saavat huonoimmat arvonsa. Vuosien 2015-2016 välillä voidaan kannattavuuden parantumisessa huomata selkeä nousu. Tämän jälkeen kannattavuuden kehityksen trendi on ollut tasaisesti ylöspäin.

5.3.2 Vakavaraisuus

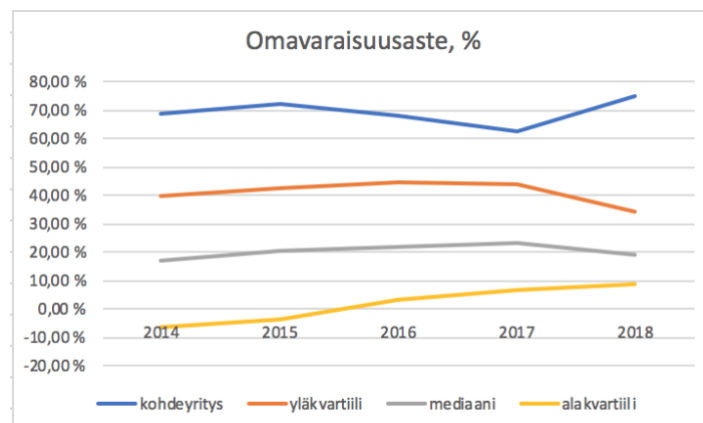
Vakavaraisuuden tunnusluvuiksi on valittu omavaraisuusaste % sekä net gearing eli nettovelkaantumisaste. Nettovelkaantumisaste mittaa yrityksen korollisen velan ja oman pääoman suhdetta toisiinsa. Luku kuvaa siis yrityksen velkaantuneisuutta. Kun luku on alle yksi, voidaan yrityksen nettovelkaantumisastetta pitää hyvänä, sillä ehdolla ettei negatiivisuus johdu negatiivisesta omasta pääomasta. (Yritystutkimus ry, 2017, s.71)

Koko tarkastelujakson ajan 2014-2018 kohdeyrityksen net gearing -tunnusluvut saavat aina arvon, joka on alle yksi. Suurimman arvonsa tunnusluku saa vuonna 2014 ollen 0,04. Muiden vuosien kohdalla tunnusluku saa aina negatiivisen arvon, ja arvojen vaihteluvälin voidaan todeta olevan todella pientä. Koska arvojen negatiivisuus ei johdu negatiivisesta omasta pääomasta voidaan kohde yrityksen todeta olevan vakavarainen tämän tunnusluvun valossa.

Taulukko 2. Kohdeyrityksen net gearing -tunnusluvun arvot.

Net gearing eli nettovelkaantumisaste				
2014	2015	2016	2017	2018
0,04	-0,18	-0,30	-0,16	-0,25

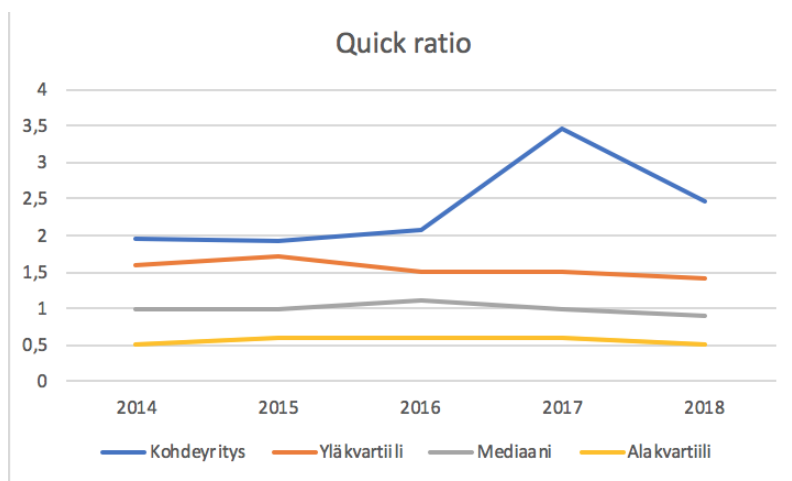
Toisena vakavaraisuutta mittaavana tunnuslukuna on käytetty omavaraisuusaste %. Tarkasteluaikana omavaraisuusaste % on vaihdellut 62,79-74,71% välillä. Alhaisimman arvonsa eli 62,79% tunnusluku saa vuonna 2017 ja korkeimman arvonsa vuonna 2018 ollen 74,71%. Koko tarkastelujakson aikana tunnusluvussa ei tapahdu suuria muutoksia ja omavaraisuusaste % pysyttelee reilusti yritystutkimuksen asettaman hyvän rajan, joka on 40%, yläpuolella. Lisäksi verrattuna muihin saman alan yrityksiin yrityksen tunnusluku saa erinomaiset arvot, sillä se on joka vuosi selkeästi yläkvartiilin yläpuolella. Yritystä voidaankin siis kuvailla hyvin vakavaraiseksi.



Kuva 9. Kohdeyrityksen omavaraisuusaste %:n kehitys ja vertailu.

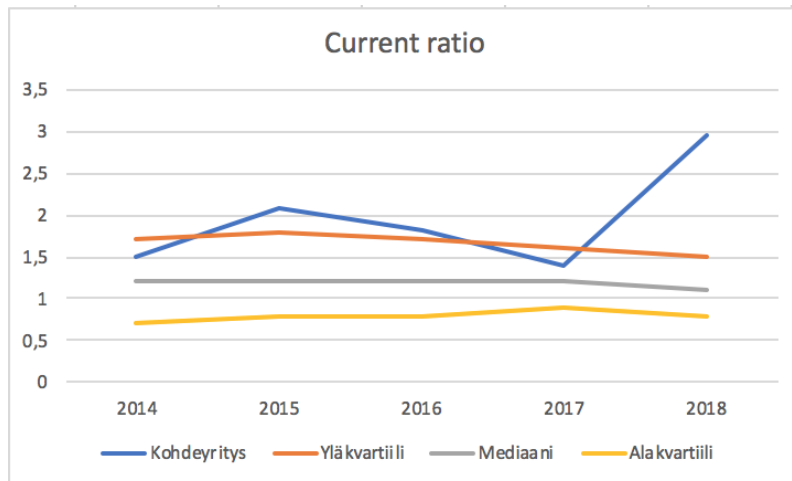
5.3.3 Maksuvalmius ja tehokkuuden tunnusluvut

Yrityksen maksuvalmiutta on mitattu sekä Quick ratio-, että Current ratio-tunnusluvun avulla. Koska Current ratio-tunnusluvussa mukaan otetaan myös vaihto-omaisuus, jonka arvostuksessa voi olla yrityskohtaisia epätarkkuuksia, ei se sovellu niin hyvin rakennusalan yrityksille kuin Quick ratio (Parkkonen, 2018). Quick ration ollessa yli yksi voidaan arvoa pitää hyvänä, tyydyttävänä arvoa voidaan pitää sen ollessa 0,5-1 ja heikkona jos se saa arvon alle 0,5 (Yritystutkimus ry, 2017, s.75). Tarkastelu aikana kohdeyrityksen Quick ratio saa joka vuosi erinomaisen arvon. Arvot vaihtelevat 1,93-3,45 välillä, joka kertoo erinomaisesta tasosta maksuvalmiudessa. Myös muihin saman alan yrityksiin verrattuna kohdeyritys saa huomattavasti paremmat arvot, sijoittuen joka vuosi yläkvartiiliin yläpuolelle.



Kuva 10. Kohdeyrityksen Quick ration kehitys ja vertailu.

Current ration voidaan sanoa olevan hyvä, jos tunnusluku saa arvokseen yli 2, tyydyttävänä lukua pidetään arvon ollessa 1-2 ja heikkona jos se saa arvokseen alle 1 (Yritystutkimus ry, 2017, s.75). Tarkastelun aikana yrityksen Current ratio saa sekä tyydyttäviä, että hyviä arvoja. Heikoimmat arvot se saa vuonna 2017 1,39, sekä vuonna 2014 1,49, jolloin se on selkeästi tyydyttävällä tasolla. Vuonna 2016, 1,81, arvo on edelleen tyydyttävällä tasolla, kuitenkin ollen jo hieman lähempänä hyvän rajaa. Vuosina 2015 ja 2018 tunnusluku saa arvot, jotka ovat yli kaksi ja tätä tasoa voidaan pitää hyvänä. Vertaillen muihin saman alan yrityksiin yrityksen tunnusluvut sijoittuvat joka vuosi mediaanin yläpuolella, ja vuosina 2015, 2016 sekä 2018 tunnusluvun arvot sijoittuvat jopa yläkvartiiliin yläpuolelle. Kaiken kaikkiaan yrityksen tunnusluvuissa ei tapahdu suuria muutoksia, jotka kertovat yrityksen vakaasta asemasta sekä hyvästä maksuvalmiudesta.



Kuva 11. Kohdeyrityksen Current ration kehitys ja vertailu.

Kohdeyrityksen myyntisaamisten kiertoaika on vaihdellut vuosina 2014-2018 53 ja 93 päivän välillä, keskiarvon ollessa 72 päivää. Luku kertoo, että yrityksen myyntisaamiset ovat suhteellisen kauan sidottuina saamisiksi ennen kuin asiakkaat maksavat laskunsa. Ostovelkojen kieroajan osalta luku on vaihdellut tarkasteluaikana 27 ja 74 päivän välillä, keskiarvon ollessa 44 päivää, joka tarkoittaa yrityksen maksaneen ostovelkansa keskimäärin siinä ajassa. Lopuksi on esitelty taulukko kaikista tilinpäätösanalyysissä käytetyistä tunnuslukujen arvoista.

Taulukko 3. Tilinpäätösanalyysin tunnusluvut

	2014	2015	2016	2017	2018
Liiketulosprosentti	4,11 %	3,74 %	7,71 %	8,14 %	9,91 %
Käyttökateprosentti	7,59 %	6,58 %	10,31 %	10,89 %	12,38 %
Net gearing	0,04	-0,18	-0,3	-0,16	-0,25
Omavaraisuusaste, %	68,77 %	72,45 %	68,22 %	62,79 %	74,71 %
Quick ratio	1,97	1,93	2,07	3,45	2,46
Current ratio	1,49	2,07	1,81	1,39	2,94
Myyntisaamisten kiertoaika	53	56	95	93	61
Ostovelkojen kiertoaika	32	27	41	74	45

5.4 Tulevan kehityksen ennakointi ja riskien arviointi

Yrityksen liikevaihdon ennakoidaan kasvavan vuonna 2019 3%, vuosina 2020-2021 2% ja tämän jälkeen kasvun nähdään tasoittuvan 1% vuositasolle. Tulevaisuuden kasvun suurimpana tekijänä voidaan nähdä yrityksen markkinoinnin kehittäminen. Yrityksellä ei ole aikaisemmin ollut käytössään kunnollisia nettisivuja, mutta niiden kehittämiseen aiotaan tulevaisuudessa keskittyä enemmän. Lisäksi yritykselle ollaan luomassa Facebook -sivut, joiden uskotaan parantavan yrityksen tunnettavuutta ja lisäävän yksityisten kotitalouksien osuutta asiakkaista.

Kotisivujen ja Facebook -sivun luomisella yritetään tavoittaa erityisesti yksityisiä asiakkaita, joiden avulla peruskorjaus työmaiden määrään saadaan lisättyä. Tästä huolimatta yrittäjä näkee kasvun maltillisena, sillä yrityksen tunnettavuus toimialueella on jo hyvä.

Toimitusjohtaja näkee yrityksen toiminnan laajentamiselle hyvät mahdollisuudet, sillä välillä kaikkeen kysyntään ei voida vastata puutteellisten resurssien vuoksi. Tällä hetkellä yrittäjällä ei kuitenkaan ole halua laajentaa toimintaansa, vaikka edellytyksiä sille löytyisi. Koska yritys on ollut toiminnassa pitkää ja sen asema on jo suhteellisen vakaa, arvioidaan kasvu tulevina vuosina maltilliseksi.

Yrityksen toiminnan suurimpina riskeinä voidaan nähdä sen avainhenkilöiden menetys sekä maineen huonontuminen. Yrityksen toiminnan lähtökohtana ovat sen asiantuntevat sekä asiakaslähtöiset työntekijät sekä yrittäjä. Työntekijöiden ikääntyminen ja eläkkeelle siirtyminen kuitenkin asettaa omat riskitekijänsä ja uusien vastaavien työntekijöiden löytäminen on välttämätöntä toiminnan jatkuvuuden edellytyksenä. Lisäksi yrityksen hyvä menestyminen pohjautuu suurelta osin sen hyvään maineeseen, siksi sen säilyttäminen on yrityksen elinehto. Erityisesti pienellä paikkakunnalla jo muutama epäonnistunut työmaa ja tyytymätön asiakas saa nopeasti sanan kiertämään, joka johtaa yrityksen maineen laskuun.

Yhtenä riski tekijänä nähdään toki myös suhdanne vaihtelut. Yritys on riippuvainen asiakkaidensa taloudellisesta tilanteesta. Heikko taloudellinen tilanne johtaa työmaiden vähentymiseen, joka näkyy suoraan yrityksen tuloksessa. Suhdanne vaihteluihin yritys ei itse voi vaikuttaa, mutta lisäämällä tunnettavuutta erityisesti yksittäisten kotitalouksien piirissä, voidaan työmaiden jatkuvuutta hieman parantaa.

6 KOHDEYRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

Tässä osiossa suoritetaan yrityksen arvonmääritys, edellä suoritettua strategisen- ja tilinpäätös analyysin jälkeen yritykselle määritetään koko pääoman tuottovaatimus, vieraan ja oman pääoman tuottovaatimusten avulla. Saatua koko pääoman tuottovaatimusta hyödynnetään arvonmäärityksessä. Euromääräisen arvon selvittämiseen on käytetty substanssiarvoa, vapaan kassavirran- sekä lisäarvomallia. Osinkoperusteinen malli on jätetty pois huonon soveltuvuutensa vuoksi.

6.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Kohdeyrityksen vieraan pääoman tuottovaatimus lasketaan olemassa olevan vieraan pääoman (pankkilainat) keskipääomana. Yrityksen pitkäaikaiset korolliset velat johtuvat pankkilasta, sekä lyhytaikaiset korolliset velat muista veloista. Keskipääoma saadaan, kun jaetaan maksetut korkomaksut yrityksen korollisella vieraalla pääomalla. Yrityksen maksamat korkomaksut keskimäärin tilikausilla 2014-2018 ovat 2 014,80€ ja korollinen vieraspääoma 35 593,61€. Jolloin keskipääomaksi saadaan 5,66%, mikä on samalla vieraan pääoman tuottovaatimus.

$$\frac{2\,014,80}{35\,593,61} \times 100 \approx 5,66\%$$

6.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Kohdeyritys on listaamaton osakeyhtiö, joten beeta -kertoimen määrittämiseen käytetään tilinpäätöksestä laskettavia tunnuslukuja. Beeta -arvon määrittämiseksi on käytetty liikeriskiä, rahoituksellista velkaantuneisuutta sekä yrityksen kokoa. Operatiivinen velkaantuminen on jätetty huomioimatta, sillä yrityksellä ei ole bruttoinvestointeja. CAPM -mallissa beeta -kerroin muodostetaan vertailemalla kohdeyrityksen ja toimialan riskejä, niinpä osittaisbeetat, jotka muodostavat kokonaisbeetan, on muodostettu vertailemalla hyväksi käyttäen Tilastokeskuksen vuoden 2014-2017 pk-yritysten tilinpäätöstietoja.

Liikeriski on selvitetty jakamalla yrityksen liiketuloksen keskihajonta liiketuloksen keskiarvolla (Kallunki & Niemelä, 2004, s.159). Tarkasteltavaksi ajanjaksoksi on valittu 2014-2017.

Taulukko 4. Kohdeyrityksen liikeluokset, keskihajonnat ja keskiarvot

tilikausi	2014	2015	2016	2017	Keski- hajonta	keskiarvo
liiketulos	31 165,64	28 943,26	54 201,10	69 222,43	19 300,05	45 883,11

Liikeriski eli liikeluoksen variaationkerroin saadaan kaavasta:

$$\frac{19\,300,05}{45\,883,11} \approx 0,42$$

Taulukko 5. Rakennusalan pk-yritysten liikeluokset, keskihajonnat ja keskiarvot. (Tilastokeskus)

Tilikausi	2014	2015	2016	2017	keskihajonta	keskiarvo
Liiketulos	842 965	860 862	1 225 358	1 459 839	299 122,38	1 097 256

Vertailun kohteena käytetään rakennusalan pk-yritysten liikeriskiä eli liikeluoksen variaationkerrointa, joka saadaan kaavasta:

$$\frac{299\,122,38}{1\,097\,256} \approx 0,27$$

Jolloin liikeriskin osittaisbeetaksi saadaan:

$$\frac{0,42}{0,27} \approx 1,56$$

Rahoitukselliseen velkaantumiseen liittyvää riskiä eli yrityksen rahoitusrakennetta kuvataan omavaraisuusasteen avulla.

Omavaraisuusasteen laskukaava on esitelty aiemmin teoriaosuudessa ja sitä on noudatettu seuraavissa laskelmissa.

Taulukko 6. Kohdeyrityksen omavaraisuusasteet, sen keskihajonta ja -arvo.

tilikausi	2014	2015	2016	2017	Keskihajonta	keskiarvo
Omavaraisuusaste	0,69	0,72	0,68	0,63	0,037	0,68

Yrityksen rahoituksen velkaantumiseen liittyvä variaatiokerroin saadaan kaavasta:

$$\frac{0,037}{0,68} \approx 0,054$$

Taulukko 7. Rakennusalan pk-yritysten omavaraisuusasteet, sen keskihajonta ja -arvo. (Tilastokeskus)

Tilikausi	2014	2015	2016	2017	keskihajonta	keskiarvo
omavaraisuusaste	0,38	0,36	0,38	0,4	0,016	0,38

Rakennusalan pk-yritysten rahoituksen velkaantumisen riskisyyden variaatiokerroin saadaan kaavasta:

$$\frac{0,016}{0,38} \approx 0,042$$

Jolloin rahoituksellisen velkaantumisen osittaisbeetaksi saadaan:

$$\frac{0,054}{0,042} \approx 1,29$$

Viimeisenä beeta -arvon määrittämisessä tarkastellaan yrityksen kokoa. Yrityksen koon mittarina on käytetty taseen loppusummaa.

Taulukko 8. Kohdeyrityksen taseen summat, niiden keskihajonta ja -arvo.

tilikausi	2014	2015	2016	2017	keskihajonta	Keskiarvo
tase	538 089,82	371 120,57	464 206,59	783 577,99	176 631,94	539 248,74

Tällöin yrityksen koon variaatiokertoimeksi saadaan:

$$\frac{176 631,94}{539 248,74} \approx 0,33$$

Taulukko 9. Rakennusalan pk-yritysten taseiden summat, niiden keskihajonta ja -arvo. (Tilastokeskus)

Tilikausi	2014	2015	2016	2017	keskihajonta	keskiarvo
tase	13 144 055	14 717 080	15 316 616	16 404 296	1 360 538,78	14 895 511,80

Jolloin pk-yritysten variaatiokertoimeksi saadaan:

$$\frac{1\,360\,538,78}{14\,895\,511,80} \approx 0,091$$

Jolloin yrityksen koon riskisyyden osittaisbeetaksi saadaan:

$$\frac{0,33}{0,091} \approx 3,63.$$

Kaikkien osittaisbeetojen painoarvon ollessa sama eli 33,33% saadaan kokonaisbeetaksi:

$$1,56 \times 33,33\% + 1,29 \times 33,33\% + 3,63 \times 33,33\% \approx 2,61$$

Beeta -arvon huomataan olevan yli yksi, mikä kertoo sen herkkyydestä markkinoilla tapahtuviin muutoksiin nähden. Kun oman pääoman tuottovaatimusta aletaan laskemaan teoriaosuudessa esitellyn CAPM-mallin mukaan, markkinoiden yleisenä tuotto-odotuksena käytetään 6% sekä beeta -kertoimena laskettua 2,61%. Riskittömänä tuottona käytetään Suomen valtion obligaatioiden tuottoa, joka tällä hetkellä on -0,33% (Suomenpankki, 2019).

Jolloin oman pääoman tuottovaatimukseksi CAPM-mallin avulla saadaan:

$$-0,33 + 2,61 \times (6 - (-0,33)) = 16,19\%$$

6.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Kun vieraan ja oman pääoman tuottovaatimukset on selvitetty, voidaan laskea koko pääoman tuottovaatimus teoriaosuudessa esitellyn WACC-mallin avulla. WACC- mallissa pääoman painokertoimia voidaan lähestyä eri tavoilla, tässä tapauksessa on päädytty kirjanpidollisiin arvoihin. Yrityksen vieras pääoma on 118 812,69€, oma pääoma 350 927,92€ ja taseen loppu summa 469 740,61€. Yhtiöverokanta vuonna 2019 on 20% (Veronmaksajat, 2019). Kun arvot sijoitetaan WACC -laskentakaavaan, saadaan koko pääoman tuottovaatimukseksi 13,24%.

$$\left(\frac{350\,927,92}{469\,740,61}\right) \times 0,1619 + \left(\frac{118\,812,69}{469\,740,61}\right) \times 0,0566 \times (1 - 0,2) \approx 13,24\%$$

6.4 Substanssiarvo

Yritykselle laskettu substanssiarvo tarkoittaa varojen ja velkojen erotusta. Tasesubstanssiarvo saadaan suoraan viimeisimmät tilinpäätöstiedoista eli taseen tiedoista, laskemalla kirjanpidollisten varojen ja velkojen erotus. Vuonna 2018 kohdeyrityksen taseessa oli varoja yhteensä 469 740,61€. Varat koostuivat pääosin omistusrakennuksista, koneista ja kalustosta sekä rahoista ja pankkisaamisista. Lyhytaikaista velkaa vuoden 2018 tilinpäätöshetkellä yrityksellä oli yhteensä 118 812,69€. Näin ollen tasesubstanssin arvoksi saatiin 350 927,92€.

Yleensä substanssiarvo jaetaan tase- ja markkinasubstanssiksi. Markkinasubstanssissa tase-erät arvostetaan käypään markkinahintaan. Yrittäjän kanssa käydyt haastattelun perusteella ei kuitenkaan tämän yrityksen kohdalla arvot eroa toisistaan.

Varat	Tasesubstanssi	Markkinasubstanssi
omistusrakennukset ja -rakennelmat	77 476,70	77 476,70
koneet ja kalusto	40 094,25	40 094,25
Muut osakkeet ja osuudet	1 162,00	1 162,00
Saamiset	146 307,01	146 307,01
Rahat ja pankkisaamiset	147 996,13	147 996,13
Vaihto-omaisuus	56 704,52	56 704,52
Varat yhteensä	469 740,61	469 740,61
Velat		
Lyhytaikaiset	118 812,69	118 812,69
Velat yhteensä	118 812,69	118 812,69
Substanssiarvo	350 927,92	350 927,92

Kuva 12. Kohdeyrityksen substanssiarvo.

6.5 Vapaan kassavirran malli

Yrityksen arvoa kassavirtaperusteisen mallin mukaan on laskettu Kallungin ja Niemelän (2004) mallin mukaan. Tulevien kassavirtojen laskemiseksi yrityksen liike tuloksen kehitystä on kysytty yrityksen toimitusjohtajalta. Toimitusjohtaja arvioi yrityksen liikevoiton kasvavan vuonna 2019 3%, vuosina 2020-2021 2%, jonka jälkeen kassavirran kasvu tasaantuu 1%:iin vuodessa. Yrityksen toimitusjohtaja ei myöskään näe tarpeellisia investointeja lähitulevaisuudessa.

Vapaan kassavirran laskelmassa on käytetty teoriaosuudessa 4.4. esiteltyä kaavaa. Siinä vuoden 2018 liikevoitto on saatu suoraan tuloslaskelmasta ja muiden vuosien kohdalla on noudatettu ennusteita. Rivi, joka sisältää osuudet osakkuusyhtiöiden tuloksesta on jätetty pois, sillä kyseisellä yrityksellä niitä ei ollut. Samoin on toimittu sekä bruttoinvestointien kohdalla. Poistojen kohdalla on noudatettu 25% menojäännöspoistoa. Käyttöpääoman muutoksessa ei ole ennakoitu tapahtuvan muutoksia ja myös muiden erien oletetaan olevan nolla.

Vapaan kassavirran laskelma	2018	2019	2020	2021
Liikevoitto	80 293,74	82 702,55	84 356,60	86 043,74
-Operatiiviset verot	-15 976,43	-16 540,51	-16 871,32	-17 208,75
=Operatiivinen kassavirta	64 317,31	66 162,04	67 485,28	68 834,99
+Poistot	19 982,11	14 986,58	11 239,94	8 429,95
=Bruttokassavirta	84 299,42	81 148,62	78 725,22	77 264,94
-Muutos käyttöpääomassa	-10 281,43	-10 281,43	-10 281,43	-10 281,43
=Vapaa operatiivinen kassavirta	94 580,85	91 430,05	89 006,65	87 546,37
+/- Muut erät (verojen jälkeen)	0,00	0,00	0,00	0,00
=Vapaa kassavirta	94 580,85	91 430,05	89 006,65	87 546,37

Kuva 13. Kohdeyrityksen kassavirta 2018 ja ennusteet 2019-2021.

Koska yrityksen kassavirran ennustetaan kasvavan 1% vuodessa vuoden 2021 jälkeen, voidaan tulevaisuuden kassavirrat eli yrityksen päätearvo laskea kaavasta $P_4 = \frac{87\,546,37}{(0,1324-0,1)}$. (Aho, 2004)

Edellä lasketut ennusteen mukaiset vapaat kassavirrat on diskontattu teoriaosuudessa 4.4. esitellyn kaavan mukaisesti. Diskonttauskorkona on käytetty pääoman keskimääräiskustannusta eli WACC:ta, jonka arvo oli 13,24%, WACC on laskettu erikseen luvussa 6.3.

Taulukko 10. Kohdeyrityksen kassavirrat ja nykyarvot.

	2019	2020	2021	2022-
Kassavirta	91 430,05	89 006,65	87 546,37	715 248,13
Nykyarvo	80 740,07	69 410,11	60 289,07	434 967,98

Jolloin koko yrityksen arvoksi kassavirtaperusteisen mallin avulla saadaan: 645 407,23€.

6.6 Lisäarvomalli

Yrityksen arvon määrittämiseen lisäarvomallilla käytetään teoriaosuudessa esiteltyä tapaa. Oman pääoman kirjanpidollinen arvo saadaan suoraan vuoden 2018 tuloslaskelmasta, joka on tässä tapauksessa 350 927,92€. Tulevien tilikausien tuloksien arvioinnissa käytetään samaa periaatetta kuin edellisessä menetelmässä, vuonna 2019 kasvu on 3%, vuosina 2020-2021 2% ja tämän jälkeen se vakiintuu 1%:n tasolle. Lisäksi lasketaan yrityksen tuottama lisävoitto, joka on ennustetun voiton ja omistajan vaatiman voiton erotus. Kun lisävoitto on saatu selville, diskontataan arvot nykyarvoiksi, diskonttaus korkona käytetään aiemmin laskettua oman pääoman tuottovaatimusta, joka on 16,19%.

Omistajan vaatimana voittona on käytetty 40% nettotuloksesta, joka on saatu edellisten vuosien osingonjakojen perusteella. Alla olevat luvut on laskettu teoriaosuudessa 4.5. esitetyn mallin avulla.

Taulukko 11. Ennuste kohdeyrityksen nettotuloksista ja lisävoitoista, sekä lisävoittojen nykyarvot.

	2019	2020	2021	2022-
Nettotulos	64 943,83	66 242,70	67 567,56	444 816,05
Omistajan vaatima voitto	25 977,53	26 497,08	27 027,02	177 926,42
Lisävoitto	38 966,30	39 745,62	40 540,54	266 889,63
Nykyarvo	33 536,70	29 440,95	25 845,40	146 438,98

Kun nykyarvot on laskettu muodostavat ne yhdessä kirjanpidollisen oman pääoman kanssa yrityksen arvon. Näin ollen yrityksen arvo lisäarvomenetelmällä on 586 189,95€.

7 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA

Tässä osuudessa suoritetaan saatujen tulosten tarkempi analysointi sekä vertailu. Osuudessa on myös otettu huomioon yrityskaupan eri näkökulmat sekä niiden vaikutus arvonmääräytymiseen. Lisäksi pohditaan tutkimuksen tavoitteiden saavuttamista sekä siinä esiin nousseita haasteita. Myös tulosten luotettavuus on käsitelty tässä osiossa.

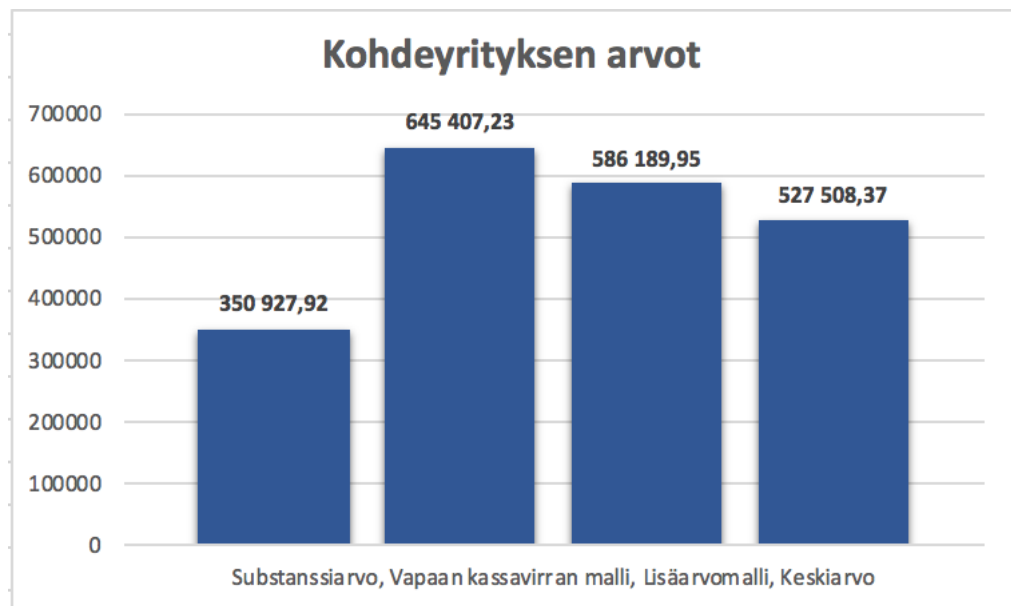
7.1 Tulosten analysointi ja vertailu

Tulosten mukaan kaikkien kolmen eri arvonmääritysmallin antamat tulokset poikkeavat toisistaan. Substanssiarvolla laskettuna yrityksen arvoksi saatiin 350 927,92€, vapaan kassavirran mallilla laskettuna 645 407,23€ ja lisäarvomallilla laskettuna 586 189,95€. Tulosten keskiarvoksi saatiin 527 508,37€. Tulokset vaihtelevat toisistaan jonkin verran, joka heijastaa suoraan yrityksen arvonmäärityksen haastavuutta.

Substanssiarvo antaa luonnollisesti yritykselle alhaisimman hinnan, sillä siinä ei oteta huomioon tulevaisuudessa saatavia tuottoja laisinkaan. Se perustuu ainoastaan yrityksen tämän hetkisten varojen ja velkojen erotukseen, eikä sitä näin ollen voida pitää terveen ja toimivan yrityksen arvonmäärityksessä hyvänä hinnoittelumallina.

Vapaan kassavirran malli antoi tässä tutkimuksessa yritykselle suurimman arvon. Mallin etuihin kuuluu, etteivät harkinnanvaraisuudet vaikuta kassavirtoihin vaan siinä seurataan ainoastaan tilikaudenaikana tapahtuvia kassaan- ja kassasta maksuja (Kallunki & Niemelä, 2004, s.107-108). Haastetta tässä mallissa kuitenkin tuotti tulevien kassavirtojen ennustaminen, joihin tämä malli perustuu. Kannattavaa ja pitkään toiminnassa olleen yrityksen myyntiä ajatellessa onkin tärkeää huomioida myös tulevaisuuden tuottoja, sillä sitähan uusi yrittäjä ostaa. Tässä mallissa tulevat tuotot on hyvin huomioitu, sillä arvon laskeminen perustuu lähivuosien tuotto-odotuksille.

Lisäarvomalli antoi hieman vapaan kassavirran mallia pienemmän arvon yritykselle. Tämä malli perustuu odotettuun tuloksen kasvuun sekä osingonjakoon, pohjana arvolle toimii oman pääoman kirjanpidollinen arvo, eivätkä näin ollen ennustevirheet vaikuta ratkaisevasti lopputulokseen. Tästä syystä saatua arvoa voidaan pitää varsin luotettavana. Vapaan kassavirran malliin verrattuna tuloksen luotettavuutta lisää myös, etteivät pääomanrakenteet vaikuta lisäarvomalliin yhtä paljon.



Kuva 14. Arvonmäärityksen tulokset.

Tulokset perustuvat niin yrityksen nykytilaan kuin toimitusjohtajan odotuksiin ja arvioihin tulevasta kehityksestä. Tuleva kehitys on arvioitu tässä tapauksessa hyvin maltilliseksi, eikä tulevaisuudessa nähdä tarvetta suuremmille investoinneille. Suoritetun strategisen analyysin pohjalta voidaan yrityksen kasvumahdollisuudet nähdä hyvinä. Itse toimialalla ennustetun supistumisen ei uskota vaikuttavan kyseiseen yritykseen, tehostetun markkinoinnin sekä onnistuneen pitkäaikaisten asiakassuhteiden luomisen vuoksi. Lisäksi yrityksen saavuttama hyvä maine ja jalansija kotipaikallaan puhuvat toiminnan kasvun puolesta.

Tilinpäätösanalyysissä yrityksen taloudellista tilaa tarkasteltiin tunnuslukujen valossa, ja saatuja tuloksia verrattiin muihin saman alan pk-yrityksiin. Tilinpäätösanalyysi osoitti yrityksen vakavaraisuuden, maksuvalmiuden sekä kannattavuuden olevan erinomaisella tasolla. Kehitys kaikissa kategorioissa on ollut tasaista koko ajan, mikä kertoo yrityksen vahvasta ja vakaasta asemasta. Vertaillen muihin saman alan yrityksiin huomattiin yrityksen pärjäävän todella hyvin, vuonna 2018 se sijoittui jokaisessa lasketussa tunnusluvussa yläkvartiiliin yläpuolelle.

Rantanen (2012) kuvaa yrityskauppaa köydenvetokilpailuksi, jossa jokainen vetää köyttä haluamansa suuntaan. Tämä kuvaa hyvin yrityksen hinnan määrittämistä, sillä näkökulmalla on siihen suuri vaikutus. Se tarkastellaanko yrityksen hintaa ostajan näkökulmasta vai myyjän näkökulmasta voi antaa hyvinkin erilaisen tuloksen.

Tutkimuksessa esiteltyjen tietojen perusteella yrityksen kauppahinta myyjän näkökulmasta tulisi todennäköisesti olemaan lisäarvomallin perusteella saadun eli 586 000€:n luokkaa. Myyjä argumentteina myyntitilanteessa toimivat yrityksen vahva ja vakiintunut asema sekä

tasainen kasvu. Myyjän tukena toimivat konkreettiset tunnusluvut, jotka kertovat yrityksen hyvästä taloudellisesta tilanteesta sekä sen hyvästä asemasta suhteessa muihin saman alan pk-yrityksiin. Myyjä tiedostaa hyvin tehdyn pohjatyön, josta kertoo yrityksen hyvä maine sekä pitkäaikaiset ja lojaalit asiakassuhteet.

Ostajan näkökulmasta yrityksen hinta varmasti asettuu alemmas, suunnilleen 470 000€:n tietämille, joka on substanssiarvon ja lisäarvomallin antamien tuloksien keskiarvo. Ostajan tulisi myös tiedostaa yrityksen vakaa ja hyvä asema kotipaikkakunnalla, sekä myös huomata mahdollisuudet laajentaa yrityksen toimintaa entisestään. Riskien mahdollisuus kuitenkin asettaa ostohintaa alemmas. Kuten jo aiemmin todettiin ovat yrityksen avainhenkilökunnan menetys sekä maineen huonontuminen yrityksen suurimmat riskit, jotka voivat yrittäjän vaihtuessa tuottaa ongelmia ostajan näkökulmasta.

Todellista kauppasummaa on hankala arvioida. Esitettyjen argumenttien perusteella voitaisiin kauppahinnan kuitenkin kuvitella asettuvan jonnekin 510 000€:n tietämille, joka on hieman alle keskiarvon myyjän ja ostajan hintanäkemyksistä. Näin molempien osapuolien argumentit tulee huomioitua. Todellisuudessa kauppahinta ei kuitenkaan tule ratkaistuksi näin helposti, vaan ennen kauppahinnan löytymistä tullaan käymään ostajan ja myyjän välistä tarjouskilpailua, joka määrittää lopullisen yrityksen hinnan.

7.2 Tavoitteiden saavuttaminen ja haasteet

Opinnäytetyön tavoitteena oli selvittää kohdeyrityksen arvo, etsiä siihen vaikuttavia tekijöitä, verrata saatuja tuloksia keskenään sekä kertoa miten yrityksen arvonmääritys tehdään. Tutkimuksen tuloksena tavoitteet saavutettiin mielestäni hyvin. Teoriaosuus pyrkii selvittämään sitä, miten yrityksen arvonmääritys tehdään, ja siinä on onnistuttu hyvin. Teoriaosuus on kattava ja pyrkii selvittämään arvonmääritykseen liittyviä ongelmia selkeällä tavalla, luoden hyvän pohjan toiminnallistaosuutta varten.

Yrityksen tämänhetkinen arvo on saatu määriteltyä kolmella eri mallilla ja tuloksena on saatu kolme eri arvoa. Strateginen- ja tilinpäätösanalyysi ovat apuna selvittämässä arvon muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä, sekä ne toimivat myös perusteluina lopullisessa mahdollisessa kauppahinnassa. Myös tulosten eroavaisuuksia on pohdittu erikseen tulosten analysointi osuudessa.

Suurimmat haasteet opinnäytetyössä muodostuivat pääomien tuottovaatimuksien määrittelemisen sekä tulevien kassavirtojen ennustaminen. Erityisesti oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen tarvittavan beeta -kertoimen määrittely oli hankalaa, sillä kyseessä oli listaamaton osakeyhtiö, ja beeta -kertoimen määrittely

tapahtui osittaisbeetojen avulla. Tulevien kassavirtojen ennustamisessa oli myös haasteita. Erityisesti käyttöpääoman muutoksen ennustaminen oli hankalaa, sillä aikaisempien vuosien perusteella se ei noudattanut mitään tiettyä kaavaa ja siksi päädyin ratkaisuun, jossa käyttöpääoman muutos pysyi vakiona.

7.3 Tulosten luotettavuus

Tulosten oikeellisuus ja luotettavuus on suoraan riippuvainen laskennallisen osuuden oikeellisuudesta. Laskennallisessa osuudessa on käytetty luotettavien lähteiden laskukaavoja, kuten Yritystutkimus ry:n sekä alan kirjallisuudesta tunnettujen Kallungin & Niemelän esittelemiä kaavoja, joiden avulla virheiden riskit on pyritty minimoimaan. Erityisesti oman pääoman tuottovaatimukseen liittyvä virheellisyys on olennainen, sen monista eri muuttujista johtuen. Virheiden karsimiseksi lasketut luvut on tarkastettu useaan kertaan.

Väärin lasketut tunnusluvut heijastuvat suoraan yrityksen arvon virheellisyyteen. Saatujen tuloksien välinen eroavaisuus ei mielestäni kuitenkaan ole hirvittävän suuri, jonka vuoksi pidän tuloksia melko luotettavina. Substanssiarvoa laskettaessa virheen mahdollisuus on pieni, sillä laskettavat luvut saatiin suoraan taseesta. Substanssiarvo ei kuitenkaan ole sopiva tapa määrittää toimivan yrityksen arvoa yrityskauppatilanteessa. Lisäarvomallilla saadun tuloksen voidaan myös todeta olevan luotettava, sillä siinä suurin osa arvosta määräytyy kirjanpidollisesta oman pääoman arvosta, eivätkä ennustevirheet näin ollen vaikuta lopputulokseen merkittävästi. Suurimman virheen mahdollisuuden voidaan siis todeta olevan arvossa, joka laskettiin vapaan kassavirran mallin avulla. Kokonaan virheen mahdollisuutta ei voida tässä työssä sulkea pois.

LÄHTEET

Aho, T. (2004). Tilisanomat. *Yrityksen omistaja – arvon laskeminen kannattaa*. Julkaistu 3/2004. Haettu 10.9.2019 osoitteesta <https://tilisanomat.fi/yleiset/yrityksen-omistaja-arvon-laskeminen-kannattaa>

Almatalent. (n.d.). Tunnuslukuopas. Haettu 13.8.2019 osoitteesta <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas>

Jyväskylän yliopisto. (23.4.2015). Tutkimusstrategiat. Tapaustutkimus. Haettu 11.9.2019 osoitteesta <https://koppa.jyu.fi/avoimet/hum/menetelmapolkuja/menetelmapolku/tutkimusstrategiat/tapaustutkimus>

Kallunki, J-P. (2014). E-kirjassa *Tilinpäätösanalyysi*. Haettu 13.8.2019 osoitteesta [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.hamk.fi/teos/HAJBBXCTEB#kohta:TILINP\(\(c4\)\)\(c4\)T\(\(d6\)SANALYYSI\(\(20\)\)](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.hamk.fi/teos/HAJBBXCTEB#kohta:TILINP((c4))(c4)T((d6)SANALYYSI((20)))

Kallunki, J-P. (2004). Lausunto oman pääoman kustannuksen kohtuullisesta tasosta. Haettu 23.8.2019 osoitteesta https://www.mv.helsinki.fi/home/valsta/Kallunki_2001.pdf

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. (2004). *Uusi yrityksen arvonmääritys*. Helsinki: Talentum.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svensnas, K. & Wilkman, N. (2013). E-kirjassa *Yrityskauppa*. 2.painos. Helsinki: Talentum. Haettu 13.8.2019 osoitteesta <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.hamk.fi/teos/HABBIXGTFF#kohta:3>

Niskanen, J. & Niskanen, M. (2003). *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Edita Prima Oy.

Mölsä, S. (2016). Rakennuslehti. Rakentaja on ollut aina vuoristoradalla – rahamarkkinoiden, muuttoliikkeen ja finanssipolitiikan heiteltävänä. Haettu 5.9.2019 osoitteesta

<https://www.rakennuslehti.fi/2016/05/rakentaja-on-ollut-aina-vuoristoradalla-rahamarkkinoiden-muuttoliikkeen-ja-finanssipolitiikan-heiteltavana/>

Parkkonen, J. (2018). Rakennusalan tunnusluvut talouden seurannan työvälineenä. Blogijulkaisu 22.1.2018. Haettu 28.8.2019 osoitteesta <https://www.azets.fi/blogi/rakennusalan-talouden-tunnusluvut/>

Pörssisäätiö. (2018). Mitä tunnusluvut kertovat?. Haettu 23.8.2019 osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/blog/2018/08/10/mita-tunnusluvut-kertovat/>

Rantanen, J. (2012). *Arvonmääritys yrityskaupassa*. Helsinki: Suomen yrittäjien sypoint oy.

Salmi, I. & Rekola-Nieminen, L. (2004). *Tilinpäätöksen rakentaminen ja tulkinta*. Helsinki: Edita Prima Oy.

Seppänen, H. (2017). E-kirjassa *Yrityksen arvonmääritys*. Haettu 21.8.2019 osoitteesta [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.hamk.fi/teos/DABBXXBTABBED#kohta:YRITYKSEN\(\(20\)ARVONM\(\(c4\)\(\(c4\)RITYS\(\(20](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.hamk.fi/teos/DABBXXBTABBED#kohta:YRITYKSEN((20)ARVONM((c4)((c4)RITYS((20)

Seppänen, H. (2011). *Yrityksen analysointi ja tilinpäätös*. Hämeenlinna: Helsingin seudun kauppakamari

Soras, H. (2013). Tuottovaatimuksen määrittämisestä Capital Asset Pricing – mallilla. Blogi julkaisu 19.9.2013. Haettu 23.8.2019 osoitteesta <https://blogi.nordnet.fi/osakkeen-tuottovaatimuksen-maarittaminen-capital-asset-pricing-mallilla/>

Suomen Pankki. (5.9.2019). Suomen valtion viitelainojen korot. Haettu 6.9.2019 osoitteesta https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/arvopaperitilastot/kuviot/arvopaperit-kuviot-fi/viitelainojen_korot_fi/

Taloustaito. (2016). Riskinotolla tuotot kasvamaan?. Haettu 23.8.2019 osoitteesta <https://www.taloustaito.fi/Rahat/Riskinotolla-tuotot-kasvamaan/>

Tilastokeskus. (n.d.) Käsitteet. Haettu 4.9.2019 osoitteesta https://www.stat.fi/meta/kas/pienet_ ja_ keski.html

Tilastokeskus. (n.d.) Yritysten tilinpäätöstiedot 2012-2017. Haettu 6.9.2019 osoitteesta

http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/StatFin/StatFin_yri_yrti_oik/statfin_yrti_pxt_11qb.px/

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2002). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.

Työ- ja elinkeinoministeriö. (n.d.). TEM-tilastopalvelu. Haettu 28.8.2019 osoitteesta
[https://tem-tilastopalvelu.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/TEM Toimiala Online Veloitukseton/TEM Toimiala Online Veloitukseton Finnvera/Finnvera.px/table/tableViewLayout1/](https://tem-tilastopalvelu.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/TEM_Toimiala_Online_Veloitukseton/TEM_Toimiala_Online_Veloitukseton_Finnvera/Finnvera.px/table/tableViewLayout1/)

Valtiovarainministeriö. (2019). *Rakentaminen 2019-2020, kevät 2019*. Haettu 5.9.2019 osoitteesta
https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/161357/VM_14_2019_Rakentaminen%202019_2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Veronmaksajat. (2019). Yhteisöverotus. Haettu 6.9.2019 osoitteesta
<https://www.veronmaksajat.fi/luvut/Tilastot/Tuloverot/Yhteisoverotus/>

Vilkkumaa, M. (2010). *Yrityksen menestyksen mittarit*. Helsinki: Yrityskirjat Oy.

Yritystutkimus ry. (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. 10. painos. Helsinki: Gaudeamus Oy.

Yrityskaupat. (n.d.). Yrityksen arvonmääritys. Haettu 21.8.2019 osoitteesta
<https://www.yrityskaupat.net/fi/ohjeita-yrityskauppaan/yrityksen-arvo/yrityksen-arvonmaaritys/>

3J Consulting oy. (2015). Arvonmääritysopas. Haettu 14.8.2019 osoitteesta
<http://www.hameenuusyrittyskeskus.fi/img/file.php?id=20695>

Haastattelurunko

1. Kerro yrityksestä

- Liiketoiminnasta
- Arvoista ja visiosta
- Henkilöstöstä
- Asiakkaista
- Toimintamalleista
- Markkinoinnista

2. Palveluiden tarjonta ja toimialue

- Mitä palveluidenne piiriin kuuluu?
- Pääsääntöiset asiakasryhmänne?
- Kilpailutilanne toimialueella ja yrityksen asema?

3. Yrityksen mahdollisuudet ja uhat

- Mitä uhkia näet yrityksen toiminnassa?
- Mitä uhkia näet kilpailijoissa?
- Yrityksen tulevaisuuden mahdollisuudet?
- Mitä mahdollisuuksia näet toimialalla?

4. Tulevaisuus ja riskit

- Miten odotat yrityksen liiketoiminnan ja tuloksen kehittyvän tulevaisuudessa?
- Mitä haasteita koet yrityksen tulevaisuudessa?
- Mitä tulevaisuuden suunnitelmia yrityksellä on?
- Mitkä koet yrityksen riskitekijöiksi?

5. Vahvuudet ja heikkoudet

- Kuvaile yrityksen menestystekijöitä ja vahvuuksia
- Mitkä asiat koet yrityksen heikkouksiksi ja mitä niissä pitäisi kehittää?

6. Tasearvojen ja markkina-arvojen eroavaisuus

- Eroavatko yrityksen tasearvot markkina-arvoista?

Oikaistut tuloslaskelmat 2014-2018

OIKAISTU TULOSLASKELMA					
	2018	2017	2016	2015	2014
LIKEVAIHTO	768 899,49	814 797,61	668 147,72	748 057,29	732 790,23
LIIKETOIMINNAN MUUT TUOTOT	41 024,89	35 714,69	35 263,62	26 556,92	25 513,13
Liiketoiminnan tuotot yhteensä	809 924,38	850 512,30	703 411,34	774 614,21	758 303,36
Aine- ja tarvikkekäyttö	-177 748,48	-242 620,43	-201 795,46	-147 904,52	-153 299,32
Ulkopuoliset palvelut	-182 690,58	-134 463,08	-121 088,62	-135 919,72	-171 495,82
HENKILÖSTÖKULUT	-300 715,22	-276 406,47	-261 787,55	-226 112,87	-184 991,61
LIIKETOIMINNAN MUUT KULUT	-84 506,05	-74 907,24	-75 717,61	-68 475,07	-56 168,39
Valmisteveraston lisäys/vähennys	36 011,80	-29 482,22	29 482,22	-145 240,91	-134 825,57
Käyttökate	100 275,85	92 632,86	72 504,32	50 961,12	57 522,65
SUUNNITELMAN MUKAISET POISTO	-19 982,11	-23 410,43	-18 303,22	-22 017,86	-26 357,01
Liiketulos	80 293,74	69 222,43	54 201,10	28 943,26	31 165,64
Muut korko- ja rahoitustuotot	252,32	430,32	707,48	787,89	1 731,45
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-1 517,37	-1 356,52	-2 078,14	-2 430,91	-2 691,07
Välittömät verot	-15 976,43	-13 824,22	-11 192,32	-6 745,11	-5 256,76
Nettotulos	63 052,26	54 472,01	41 638,12	20 555,13	24 949,26
Satunnaiset tuotot	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Satunnaiset kulut	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kokonaistulos	63 052,26	54 472,01	41 638,12	20 555,13	24 949,26
muut tuloksen oikaistut taulukossa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilikauden tulos	63 052,26	54 472,01	41 638,12	20 555,13	24 949,26

Oikaistut taseet 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
PYSYVÄT VASTAAVAT					
Kehittämismenot					
Liikearvo					
Muut aineettomat hyödykkeet					
Aineettomat hyödykkeet yhteensä	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Maa- ja vesialueet					
Rakennukset ja rakennelmat	99 500,84	92 535,78	86 058,28	80 034,20	77 476,70
Koneet ja kalusto	56 603,04	45 158,30	35 477,10	52 159,00	40 094,25
Muut aineelliset hyödykkeet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aineelliset hyödykkeet yhteensä	156 103,88	137 694,08	121 535,38	132 193,20	117 570,95
Sisäiset osakkeet ja osuudet					
Muut osakkeet ja osuudet	1 162,00	1 162,00	1 162,00	1 162,00	1 162,00
Sisäiset saamiset					
Muut saamiset ja sijoitukset	0,00	25 000,00	16 500,00	8 887,90	2 067,90
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset yhteensä	1 162,00	26 162,00	17 662,00	10 049,90	3 229,90
Leasingomaisuus	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VAIHTUVAT VASTAAVAT					
Aineet ja varvikkeet					
Keskeneräiset tuotteet	145 240,91	0,00	29 482,22	0,00	36 011,80
Valmiit tuotteet					
Muu vaihto-omaisuus	20 692,72	20 692,72	20 692,72	20 692,72	20 692,72
Vaihto-omaisuus yhteensä	165 933,63	20 692,72	50 174,94	20 692,72	56 704,52
Myyntisaamiset	106 256,40	115 460,65	172 997,99	208 374,32	129 494,07
Sisäiset myyntisaamiset					
Muut sisäiset saamiset					
Muut saamiset	98 014,03	9 659,18	12 986,66	283 383,52	14 745,04
Lyhytaikaiset saamiset yhteensä	204 270,43	125 119,83	185 984,65	491 757,84	144 239,11
Rahat ja rahoitusarvopaperit	10 619,88	61 451,94	88 849,62	128 884,33	147 996,13
Vastaavaa yhteensä	538 089,82	371 120,57	464 206,59	783 577,99	469 740,61

	2014	2015	2016	2017	2018
OMA PÄÄOMA					
Osake- tai muu peruspääoma	10 000,00	10 000,00	10 000,00	10 000,00	10 000,00
Ylikurssi-, vara- ja arvonorotusrahasto					
Käyvän arvon rahasto					
Muut rahastot					
Kertyneet voittovarot	233 736,14	235 819,40	233 062,53	250 136,65	277 875,66
Tilikauden tulos	24 949,26	20 555,13	41 638,12	54 472,01	63 052,26
Pääomalainat					
Taseen oma pääoma yhteensä	268 685,40	266 374,53	284 700,65	314 608,66	350 927,92
Poistoero					
Verotusperusteiset varaukset					
Poistoero ja varaukset yhteensä					
Oman pääoman oikaisut					
Oikaistu oma pääoma yhteensä	268 685,40	266 374,53	284 700,65	314 608,66	350 927,92
VIERAS PÄÄOMA					
Pääomalainat					
Lainat rahoituslaitoksilta	13 161,38	4 494,81	0,00	6 595,94	0,00
Saadut ennakot					0,00
Sisäiset velat					
Muut pitkäaikaiset velat					
Pitkäaikainen vieras pääoma yhteensä	13 161,38	4 494,81	0,00	6 595,94	0,00
Laskennallinen verovelka	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pakolliset varaukset	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Leasingvastuut	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Korolliset lyhytaikaiset velat	8 252,95	8 666,57	4 494,81	72 142,04	60 159,53
Saadut ennakot	147 370,36	3 467,43	46 905,20	282 526,42	0,00
Ostovelat	28 518,53	20 623,82	36 684,61	76 718,53	44 131,51
Sisäiset ostovelat					
Muut sisäiset korolliset velat					
Muut sisäiset korottomat velat					
Muut korottomat lyhytaikaiset velat	72 101,20	67 493,41	91 421,32	30 986,40	14 521,65
Lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä	256 243,04	100 251,23	179 505,94	462 373,39	118 812,69
Oikaistu vieraspääoma yhteensä	256 243,04	100 251,23	179 505,94	462 373,39	118 812,69
Vastattavaa yhteensä	538 089,82	371 120,57	464 206,59	783 577,99	469 740,61