

Helsingin pörssin julkiset ostotarjoukset vuosina 2017-2018

Iida Munnila



Tekijä Iida Munnila	
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma	
Opinnäytetyön nimi Helsingin pörssin julkiset ostotarjoukset vuosina 2017-2018	Sivu- ja liitesivumäärä 52
<p>Opinnäytetyössä tutkittiin Helsingin pörssin julkisia ostotarjouksia vuosina 2017-2018. Tutkittavina yrityksinä oli Affecto Oyj, Amer Sports Oyj, Kotipizza Oyj, Pöyry Oyj, Sponda Oyj ja Technopolis Oyj. Nämä yritykset saivat vuosina 2017-2018 julkisen ostotarjouksen, jossa ostaja oli ulkomaalainen taho. Ostotarjoukset menivät onnistuneesti läpi ja yritysten osakkeet ovat poistuneet Helsingin pörssistä.</p> <p>Opinnäytetyön tutkimusongelmana oli selvittää ostotarjousten saaneiden yritysten arvostustasoa ja sitä olivatko ostotarjoukset hinnoiteltu osakkeenomistajien kannalta kohtuullisesti. Tutkimuksessa yrityksiä vertailtiin yleisimpien tunnuslukujen avulla verrokkeihinsa. Näin saatiin selville, miten ostotarjouksen kohteeksi joutunut yhtiö suoriutuu kilpailijoihinsa nähden ja millaiset tulevaisuuden näkymät yrityksellä on. Tällä tavoin pyrittiin arvioimaan sitä, oliko tarjottu vastike osakkeelta kohtuullinen ostohetkellä sekä pitkällä aikavälillä tarkasteltuna.</p> <p>Tutkimuksessa selvisi, että ostotarjouksen kohteeksi joutuneet yritykset ovat usein aliarvostettuja sektoriin nähden. Ostajilla oli myös muita intressejä ostotarjousten suhteen, kuten markkina-aseman vahvistaminen tai laajentuminen uusille alueille. Ostotarjoukset olivat kuitenkin lähtökohtaisesti kohtuullisia osakkeenomistajien kannalta, mutta pitkällä aikavälillä tarkasteltuna saattoivat ostotarjoukset olla arvostukseltaan alhaisia.</p>	
Asiasanat julkinen ostotarjous, pörssiyrityöt, sijoittaminen, yrityksen arvonmäärittäminen	

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Opinnäytetyön tavoitteet ja rajaukset.....	2
1.2	Opinnäytetyön rakenne ja menetelmät	2
2	Julkinen osakeyhtiön kauppa	3
2.1	Pörssitoiminta	3
2.1.1	Markkinapaikkasäätely Suomessa	3
2.1.2	Pörssiyhtiö eli listayhtiö	4
2.2	Arvopaperimarkkinalaki.....	5
2.3	Tiedonantovelvollisuus.....	6
2.4	Julkinen ostotarjous	7
2.4.1	Tarjousvelvollisuus.....	7
2.4.2	Ennen ostotarjouksen julkistamista	9
2.4.3	Ostotarjouksen julkistaminen.....	9
2.4.4	Tarjouksen aikana tapahtuva tiedottaminen, liputusvelvollisuus ja kohdeyhtiön toiminta	12
2.4.5	Ostotarjouksen päättyminen ja sen jälkeiset toimet	13
3	Yrityksen arvon määrittäminen	15
3.1	Arvonmäärittäysmallit.....	15
3.1.1	Osinkomalli	16
3.1.2	Kassavirta perusteinen malli.....	17
3.1.3	Lisäarvomalli	18
3.2	Pörssitunnusluvut.....	19
3.2.1	Markkina-arvo ja yritysarvo.....	19
3.2.2	P/E-luku	19
3.2.3	P/B-luku	19
3.2.4	EV/EBIT, EV/EBITDA ja EV/liikevaihto	20
3.2.5	Osinkotuottoprosentti	20
4	Julkiset ostotarjoukset	21
4.1	Affecto Oyj	21
4.1.1	Affecto verrattuna kilpailijoihin	21
4.1.2	Arvio ostotarjouksesta	23
4.2	Amer Sports Oyj.....	23
4.2.1	Amer Sports verrattuna kilpailijoihin	25
4.2.2	Arvio ostotarjouksesta	26
4.1	Kotipizza Group Oyj	27
4.1.1	Kotipizza Group Oyj verrattuna kilpailijoihin.....	28
4.1.2	Arvio ostotarjouksesta	29
4.2	Pöyry Oyj	30

4.2.1	Pöyry Oyj verrattuna kilpailijoihin.....	31
4.2.2	Arvio ostotarjouksesta	33
4.3	Sponda Oyj	34
4.3.1	Sponda verrattuna kilpailijoihin.....	35
4.3.2	Arvio ostotarjouksesta	37
4.4	Technopolis Oyj	37
4.4.1	Technopolis Oyj verrattuna kilpailijoihin.....	38
4.4.2	Arvio ostotarjouksesta	39
5	Yhteenveto.....	41
5.1	Johtopäätökset.....	42
5.2	Tutkimuksen luotettavuus, kehitysmahdollisuudet ja jatkotutkimus.....	44
5.3	Opinnäytetyön oman oppimisen arviointi.....	45
	Lähteet	46

1 Johdanto

Suomalaiset pörssiyhtiöt herättävä aina kiinnostusta erilaisissa ihmisryhmissä erilaisista syistä. Etenkin suurimpien pörssiyhtiöiden toiminta vaikuttaa merkittävästi monen suomalaisen elämään joko suoraan tai välillisesti ja siksi ihmisiä kiinnostaa isoimmat muutokset yrityksen toiminnassa. Varsinkin sijoittajat tai muulla tavalla finanssimaailmaa lähellä toimivat ihmiset seuraavat aktiivisesti mitä Helsingin pörssin päälistalla olevissa yhtiöissä tapahtuu. Sijoittaja saattaa joskus kohdata tilanteen, jossa yhtiöstä, jonka osakkeita hän omistaa tehdään julkinen ostotarjous. Tämä saattaa yllättää sijoittajan, mutta ostotarjous saattaa tarjota myös mahdollisuuksia. Pörssisäätiön vuonna 2017 julkaistussa Riitta Ekholmin artikkelissa Keskuskauppakamarin lakimies Antti Turunen toteaa, että ostotarjous on aina mahdollisuus ja saattaa tarjota mahdollisuuden hyvään tuottoon, mutta kehottaa kuitenkin tutustumaan tarjousasiakirjaan huolella.

Viime vuosina on tehty useita julkisia ostotarjouksia tunnetuista Helsingin pörssiin listatuista pörssiyhtiöistä. Vuoden 2000 alusta vuoteen 2018 mennessä Helsingin pörssistä on poistunut yli 90 yhtiötä. Suurin osa näistä yhtiöistä ovat poistuneet julkisten ostotarjousten seurauksena ja loput yhtiöt ovat poistuneet pörssistä esimerkiksi konkurssin seurauksena. Uusia listautumisia sen sijaan on ollut harvemmin ja näin ollen yhtiöiden määrä Helsingin pörssissä on vähentynyt 2000-luvun alun huippuvuosista, jolloin pörssin päälistalla oli 150 yhtiötä, kun taas nykyisin listattuna on 129 yhtiötä. Tämä on tietysti herättänyt mielenkiintoa ja keskustelua siitä, miksi ulkomaalaiset ovat kiinnostuneita ostamaan suomalaisia pörssiyhtiöitä. Ihmetystä lisää entisestään varsinkin se, kun uusia yrityksiä on listautunut vähemmän verrattuna siihen, kuinka moni yritys on lähtenyt pois pörssistä. Usein myös julkisen ostotarjouksen saadessaan, yhtiön hallitus on suositellut ostotarjouksen hyväksymistä, mikä on varmasti osaltaan aina edistänyt ostotarjouksen läpi menoa. (Lindström 2019; Herrala & Vehviläinen 2018)

Vuosina 2017-2018 Affecto Oyj, Amer Sports Oyj, Kotipizza Group Oyj, Pöyry Oyj, Sponda Oyj ja Technopolis Oyj saivat jokainen julkisen ostotarjouksen, jossa ostaja oli ulkomaalainen. Näiden yritysten ostotarjoukset menivät onnistuneesti läpi, jonka seurauksena yritykset ovat poistuneet Helsingin pörssistä. Näiden yhtiöiden kaupat olivat ja ovat välillä edelleen esillä mediassa, sillä useat näistä yhtiöistä esimerkiksi Kotipizza on tunnettu hyvin laajalle ihmisryhmälle sen omistamien ravintoloiden seurauksena. Amer Sports valmisti monille suomalaisille tunnettuja tuotemerkkejä kuten Suunto tai Salomon ja Amerin kauppa on myös yksi suurimmista yrityskaupoista Suomessa. Ostotarjousten määrää on selitetty sillä, että ostajilla on nyt rahaa ja suomalainen osaaminen kiinnostaa maailmalla. Nämä eivät varmasti ole ainoita syitä osto innokkuuteen, sillä jokainen ostotarjous on kuitenkin erilainen.

1.1 Opinnäytetyön tavoitteet ja rajaukset

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on selvittää vuosina 2017-2018 tehtyjen julkisten ostotarjousten perusteella Suomalaisten pörssiyhtiöiden arvostustasoa. Tutkittavina yrityksinä ovat Affecto Oyj, Amer Sports Oyj, Kotipizza Oyj, Pöyry Oyj, Sponda Oyj ja Technopolis Oyj. Näitä yrityksiä verrataan esimerkiksi Pohjoismaisiin tai kansainvälisiin verrokkeihinsa, jolloin saadaan selville, miten nämä ostotarjouksen kohteiksi päätyneet pörssiyhtiöt suoriutuvat kilpailijoihinsa nähden. Tarkoituksena on selvittää ovatko ostotarjoukset olleet arvostukseltaan kohtuullisia osakkeenomistajien näkökulmasta, mutta myös sitä millaisia mahdollisia vaikutuksia ostotarjouksilla on ollut esimerkiksi osakkeenomistajille. Tutkimuskysymyksiä ovat:

- Millaisia preemioita julkisissa ostotarjouksissa on ollut?
- Millaiset tunnusluvut ostotarjouksen kohteena olevalla yhtiöllä on ollut verrattuna alan kilpailijoihin ja keskimääräisiin tunnuslukuihin?
- Oliko ostajilla joitakin erityisiä intressejä ostotarjouksien yritysten suhteen?
- Millaisia pidemmän aikavälin vaikutuksia ostotarjouksilla on esimerkiksi osakkeenomistajille tai Helsingin pörssille?

1.2 Opinnäytetyön rakenne ja menetelmät

Menetelmältään tämä opinnäytetyö on kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus. Tutkittavana ilmiönä on Helsingin pörssin listatuista yhtiöistä tehdyt julkiset ostotarjoukset. Aineisto tutkimuksen tietoperustaa varten on kerätty erilaisista kirjallisista lähteistä kuten alan kirjallisuudesta ja verkosta löytyvät lähteet kuten Nasdaq, Inderes ja Kauppalehti sekä muut alan verkkosivustot.

Tietoperustassa käydään läpi julkisen yhtiön kauppaan liittyvää teoriaa. Teoriassa tullaan käymään läpi yrityskauppojen synergiaetuja, pörssitoimintaa Suomessa ja miten pörssi-yhtiö määrittellään sekä julkisen ostotarjouksen prosessi. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvää lainsäädäntöä käydään pääasiassa läpi arvopaperimarkkinalainsäädännön ja osakeyhtiöitä koskevan lainsäädännön kautta. Yrityksen arvonmäärittämisen teoriaa tullaan käymään läpi tärkeimpien ja käytetyimpien arvonmäärittämenetelmien osalta.

Empiriassa keskitytään itse tutkimukseen, jossa jokainen yritys arvioidaan erikseen. Jokaisen yrityksen kohdalla on myös pohdintaa tarkemmin juuri tarkasteltavan yrityksen osalta, sillä jokainen ostotarjous on erilainen, tulee ne arvioida myös yksitellen. Tämän jälkeen on yhteenveto, jossa ostotarjouksia tarkastellaan kokonaisuutena. Viimeisenä on

johtopäätökset, jossa pohditaan julkisia ostotarjouksia laajemmassa mittakaavassa. Viimeisenä on oman työn arviointi, jossa arvioidaan työn luotettavuutta ja miten työtä voisi kehittää.

2 Julkinen osakeyhtiön kauppa

Yrityskaupalle on yleensä jokin strateginen syy, sillä ostaja yleensä tavoittelee jotakin hyötyä ryhtyessään yrityskauppaan. Yrityskauppojen taustalla olevia syitä saattaa olla esimerkiksi halu vahvistaa markkina-asema, laajentaa liiketoimintaa ja kasvattaa yrityksen arvoa tai ostettavan yrityksen osaaminen kiinnostaa ostajaa. Näin saatetaan pyrkiä myös vähentämään kilpailua, jos ostettava yritys on ostajan kilpailija. Yleensä ostaja haluaa taloudellisia hyötyjä, joten ostohinnan tulee olla alhaisempi suhteutettuna tuleviin hyötyihin, jotta yrityskauppa olisi kannattava. Myös ostettavan yrityksen kannalta yrityskaupoilla saateen hakea hyötyjä. Esimerkiksi yhdistämällä toimintoja voidaan asiakkaalle tarjota lisäarvoa tai toiminnasta tulee huomattavasti kustannustehokkaampaa, verrattuna siihen, että yritykset toimisivat omina erillisinä yrityksinään. Näitä erilaisia yrityskaupan synnyttämiä etuja kutsutaan synergiaeduiksi. Ostettavan yrityksen arvo on suurempi, kuin sen arvo itsenäisenä yrityksenä, koska itsenäisen arvon eli stand alone arvon lisäksi tulee yrityskaupassa ottaa huomioon synergioiden arvo. Tämän takia kauppahinta on stand alone arvoa korkeampi, koska siinä on otettu huomioon synergiat. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2013, 34-37, 71, 97)

2.1 Pörssitoiminta

Pörssi on kauppapaikka, jossa julkisesti noteeratuilla yhtiön osakkeille, joukkovelkakirjoilla, johdannaissopimuksilla ja useilla muilla rahoitusvälineillä käydään kauppaa. Sijoituspalveluiden tarjoajat suorittavat asiakkaiden tekemiä osto- ja myyntitoimeksiantoja, jotka pörssin sääntöjen mukaan täsmäytetään kaupoiksi. Pörssin jäsenet ja näiden nimissä ja puolesta toimivat saavat käydä suoraa kauppaa pörssissä. (Finanssivalvonta 2018)

2.1.1 Markkinapaikkasääntely Suomessa

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 28.12.2017/1070 määrittelee luvun 2 1§:ssä, että säännellyn markkinan ylläpitämiseen tarvitaan valtiovarainministeriön myöntämä lupa. 2§ määrittelee siitä, että pörssin kotipaikan tulee sijaita Suomessa. Suomessa toimii yksi säännelty markkina eli Helsingin pörssi. Sen lisäksi Suomessa toimii First North Finland, joka on monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä eli MTF (englanniksi multilateral trading facility). Kumpaakin markkinaa ylläpitää kansainväliseen Nasdaq-konserniin kuuluva Nasdaq Helsinki Oy. (Finanssivalvonta 2018)

Helsingin pörssi perustettiin vuonna 1912 ja kauppapaikkana toimi vuoteen 1989 asti Helsingin Fabianinkadun pörssitalo. Helsingin pörssi on vuosina 1912-2018 tuottanut vuosittain keskimäärin 5,35%, jos huomioon otetaan uudelleen sijoitetut osingot ja inflaatio. Samanlaisilla kriteereillä tarkasteltuna esimerkiksi Yhdysvalloissa pörssissä tuotto on vuosittain ollut reilu 6%. (Inderes 2019)

Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä lain mukaan pörssin tulee laatia säännöt ja pitää niitä jatkuvasti yleisön saatavilla. Pörssin säännöt ovat laadittu pitkälti Suomen ja EU:n lainsäädännön pohjalta. Nasdaq Helsinki Oy:n säännöt kattavat Helsingin pörssin toiminnan eri osa-alueet ja säännöt ovat osittain harmonisoitu muiden Nasdaq Nordic- pörssien kanssa. Pörssin sääntöihin on myös sisälletty tiedonantovelvollisuus, joka löytyy myös muista julkista ostotarjousta käsittelevistä laeista ja ohjeista, esimerkiksi sisäpiiritietoa koskevasta sääntelystä. Tiedonantovelvollisuutta käsitellään tarkemmin tämän opinnäytetyön luvussa 3.1. Pörssin säännöissä mainitaan, että pörssille tulee ilmoittaa, mikäli voidaan olettaa julkisen ostotarjouksen syntyminen olevan mahdollista. Tieto tulee ilmoittaa pörssin markkinavalvontaan. Yhtiö saattaa joutua tarkkailulistalle, jos se on ostotarjouksen kohteena tai mahdollinen tarjouksentekijä on julkistanut aikomuksistaan tehdä julkisen ostotarjouksen. Tieto julkisesta ostotarjouksesta on merkittävä, joten tarkkailulistalle siirtämisellä halutaan kiinnittää sijoittajien huomio pörssi-yhtiöön tai sen osakkeisiin. Pörssin säännöt määrittelevät samalla tavalla kuin esimerkiksi arvopaperimarkkinalaki, mitä julkisen ostotarjouksen yhteydessä tulee julkistaa. Arvopaperimarkkinalakia ja julkista ostotarjousta käsitellään tarkemmin seuraavissa luvuissa. (Helsingin pörssin säännöt 2019)

2.1.2 Pörssi-yhtiö eli listayhtiö

Osakeyhtiölain 21.7.2006/624 ensimmäisen luvun 10§ määrittelee pörssi-yhtiön seuraavasti:

Pörssi-yhtiöllä tarkoitetaan tässä laissa osakeyhtiötä, jonka osake on kaupankäynnin kohteena kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla.

Tässä luvussa ja 5 ja 6 luvussa on pörssi-yhtiöitä koskevia erityisiä säännöksiä.

Osakeyhtiölain luvussa 5 käsitellään yhtiökokousta ja luvussa 6 osakeyhtiön johtoa ja edustamista. Näistä luvuista löytyy pykälä, joissa käsitellään tarkemmin juuri pörssi-yhtiöitä. Jos pörssi-yhtiön osalta ei ole säädetty erikseen muuta, sovelletaan silloin osakeyhtiölain muita säännöksiä, jotka koskevat osakeyhtiötä. Jos kuitenkin julkisen osakeyhtiön kohdalta on säädetty joitakin erikoissäännöksiä, sovelletaan ensisijaisesti näitä säännöksiä pörssi-yhtiöihin. Pörssi-yhtiö on julkinen osakeyhtiö ja pörssi-yhtiöitä koskee erilaiset

velvollisuudet, jotka eivät koske muita osakeyhtiöitä. Osakeyhtiö voi olla myös julkinen osakeyhtiö olematta kuitenkaan pörssiyhtiö. (Iirola, Kyläkallio & Kyläkallio 2017, 6)

Pörssiyhtiön toimintaa sääntelee eri lait, suositukset ja pörssin säännöt, joten pörssiyhtiön toiminta on huomattavasti valvotumpaa ja säännellympää, vaikkakin osakeyhtiölaki on yhteneväinen yksityisen ja julkisen osakeyhtiön osalta. Pörssiyhtiöksi hakeutuvilla yhtiöillä tiedonantovelvollisuus ja sisäpiiritietoja koskevat velvollisuudet alkavat jo listalleottohakemuksesta. Listalleottamisella on monia erilaisia edellytyksiä sen lisäksi, että yhtiön tulee olla julkisen osakeyhtiö. Esimerkiksi edellytyksinä on, että markkina-arvon tulee olla vähintään miljoona euroa, yrityksellä tulee olla riittävä tuloksenmuodostamis kyky, osakkeella tulee olla riittävä kysyntä ja tarjonta sekä luotettava hinnanmuodostus. (Pörssilistautujan käsikirja 2016)

2.2 Arvopaperimarkkinalaki

Vuonna 2013 voimaan astunut arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746 sääntelee arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa toimintaa Suomessa sekä muualla siten kuten arvopaperimarkkinalaissa säädetään. Arvopaperimarkkinain eli AML:n 1 luvun 1§:stä selviää, että AML säättää arvopaperien yleiseen liikkeeseen laskemisesta, arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuudesta, julkisista ostotarjouksista sekä arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä ja valvonnasta.

Suomen ensimmäinen arvopaperimarkkinalaki (VAML,495/1989) säädettiin 1980-luvun loppupuolella. Vuosien aikana rahoitusmarkkinoilla tapahtui muutoksia ja VAML:ia pyrittiin muokkaamaan muutosten mukaan. Kuitenkin erilaisten rahoitusmarkkinoiden muutosten, Suomen EU-jäsenyyden ja sääntelyn yhtenäistämisen seurauksena VAML muuttui vaikeasti sovellettavaksi, joten vuonna 2013 astui voimaan uusi arvopaperimarkkinalaki (AML, 746/2012) joka kumosi vanhan VAML:n. Uusi arvopaperimarkkinalaki muutti lain rakennetta merkittävästi ja osa vanhan lain sääntelystä siirrettiin omiin lakeihinsa. Uuteen arvopaperimarkkinalakiin jätettiin lähinnä listattuja pörssiyhtiöitä koskevat säännökset. Uuden arvopaperimarkkinalain tavoitteena oli kokonaisuuden selkeyttäminen, sijoittajansuojan parantaminen, valvonnan ja seuraamusjärjestelmän tehostaminen. Tarkoituksena oli pyrkiä myös keventämään pörssiyhtiöiden hallinnollista taakkaa sekä alentaa kynnystä pörssilistautumiseen. (Knuts & Parkkonen 2014, 1-3)

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisessä luvussa säädetään yleisiä periaatteita. Luvun yksi 2§:ssä säädetään kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Hyvä arvopaperimarkkinatapa tarkoittaa käytännössä sitä, että arvopaperimarkkinoilla toimivien osapuolten tulee toimia arvopaperimarkkinalain mukaisesti. Fiva eli Finanssivalvonta valvoo

hyvä arvopaperimarkkinatavan noudattamista. Luvun 1 3§:ssä säädetään kielto antaa totuudenvastaista ja harhaanjohtavaa tietoa. Tämä tarkoittaa sitä, ettei arvopaperien tai muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa sekä täytettäessä AML:n tiedonantovelvollisuutta saa antaa totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Jos käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen, että se on harhaanjohtava vai totuudenvastainen, tulee tieto viivytyksettä oikaista, varsinkin jos tiedolla on olennaisesti merkitystä sijoittajille. Luvun 1 4§:ssä säädetään riittävien tietojen tasapuolisesta pitämisestä saatavilla. Tämä tarkoittaa sitä, että osapuolella, jolla on tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään tasapuolisesti riittäviä tietoja sijoittajien saatavilla. Tällainen osapuoli on esimerkiksi sellainen, joka itse tai toimeksiannon takia tarjoaa arvopapereita tai on muulla tavoin arvopaperimarkkinain luvujen 3, 6-9 tai 11 nojalla velvoitettu olemaan tiedonantovelvollinen. (Knuts & Parkkonen 2014, 20-24)

2.3 Tiedonantovelvollisuus

Tiedonantovelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden arvopaperit ovat kaupan käynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on osaltaan turvata sijoittajien yhdenvertainen ja tasapuolinen kohtelu sekä mahdollisuus tiedonsaantiin, jotta sijoittajat saisivat riittävästi tietoja arvioidakseen liikkeeseenlaskijaa tai sen arvopapereita. Tämä taas edesauttaa sitä, että pääomamarkkinat toimivat tehokkaasti ja hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Listayhtiöitä koskeva tiedonantovelvollisuus perustuu arvopaperimarkkinain lisäksi markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (596/2014 MAR) sekä Helsingin pörssin sääntöihin. Tiedonantovelvollisuus alkaa jo listautumisvaiheen listalleottoesitteestä ja jatkuu tämän jälkeen jatkuvana ja säännöllisenä tiedonantovelvollisuutena. Arvopaperimarkkinain 6-8 ja 10 luvut sisältävät tiedonantovelvollisuuden säännöksiä. (Finanssivalvonta 2018; Knuts & Parkkonen 2014, 143-144)

AML:n luku 6 käsittelee jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, mikä lähinnä tarkoittaa markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan noudattamista. Markkinoiden väärinkäyttöasetus ja direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (2014/57/EU) tulivat Suomessa sovellettaviksi vuoden 2016 heinäkuussa. MAR:in 1. luvun 1 artikla määrittelee siten, että MAR sääntelee sisäpiirikaupoista, sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta ja markkinoiden manipuloimisesta. Asetuksen tarkoituksena on edistää sijoittajien luottamusta markkinoihin ja varmistaa Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden luotettavuus, mutta myös parantaa sijoittajansuojaa. Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan MAR:in 7. artiklassa 1. a) alakohdassa tietoa, joka on täsmällistä ja julkaisematonta liikkeeseenlaskijaan liittyvää tietoa ja tällä tiedolla olisi merkittävästi vaikutusta rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintoihin. Täsmällisenä tietoa pidetään silloin, jos tieto viittaa tapahtumiin, jotka ovat jo ilmenneet tai tapahtuneet. Tiedon tulee olla

riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella pystyy arvioimaan rahoitusvälineen arvoon vaikuttavia seikkoja. (MAR 596/2014; Finanssivalvonta 2018)

AML:n 7. luku käsittelee säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, joka tarkoittaa liikkeeseenlaskijan velvollisuutta antaa sijoittajille tietoa taloudellisesta asemastaan ja tuloksestaan säännöllisesti. Esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa tilinpäätös, toimintakertomus ja puolivuosisikatsaus. Helsingin pörssin säännöt edellyttävät myös tilinpäätöstiedotteen julkaisemista. Tämän lisäksi liikkeeseenlaskijat voivat vapaaehtoisesti julkistaa tilinpäätöstiedotteen, osavuosisikatsauksen tai lyhyemmän taloudellisen katsauksen. (Finanssivalvonta 2018)

2.4 Julkinen ostotarjous

Julkinen ostotarjous on tarjous ostaa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita ja arvopapereita. Viime vuosikymmeninä julkiset ostotarjoukset Suomessa ovat olleet periaatteessa suuria yrityskauppoja, joissa usein ostaja on ulkomaalainen ja on tarjoutunut ostamaan kaikki pörssiyhtiön osakkeet. Ostoprosessi on tarkoin säännelty, sillä julkisiin ostotarjouksiin sisältyy suuria taloudellisia intressejä. Sääntelyllä halutaan taata oikeudellinen suoja eri osapuolille, mutta myöskin varmistaa arvopaperimarkkinoiden toimivuus ja vähentää yritysostoihin liittyviä riskejä. (Knuts & Parkkonen 2014, 465-467)

Arvopaperimarkkinalain 11 luku käsittelee erityisemmin julkista ostotarjousta, mutta tämän lisäksi prosessiin vaikuttaa olennaisesti sisäpiiritietoa koskeva sääntely sekä kohdeyhtiön hallitusta ohjaava osakeyhtiöoikeudellinen lainsäädäntö. AML:n 11 luku pohjautuu Euroopan unionin ja neuvoston ostotarjouksista annettuun direktiiviin (ostotarjousdirektiivi 2004/25/EY). Valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyin tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012) säättää tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta. Tarjousasiakirja laaditaan julkisen ostotarjouksen yhteydessä ja Finanssivalvonta hyväksyy tarjousasiakirjan, jos se on valtiovarainministeriön asetuksen mukainen. Finanssivalvonta on antanut myös määräykset ja ohjeet 9/2013 liittyen julkiseen ostotarjoukseen ja tarjousvelvollisuuteen. (Knuts & Parkkonen 2014, 471-473)

2.4.1 Tarjousvelvollisuus

Julkinen ostotarjous voi olla joko pakollinen tai vapaaehtoinen. Pakollinen tarjousvelvollisuus syntyy, kun säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevassa yhtiössä

osakkeenomistajan ääniosuus ylittää 30 tai yli 50 prosenttia. Tarjousvelvollisuuden tarkoituksena on suojata yhtiön osakkeenomistajia, jos määräysvalta keskittyy yhdelle tai yksissä tuumin toimiville osakkeenomistajille tai siirtyy uudelle osakkeenomistajalle. Tämä tarjoaa mahdollisuuden osakkeenomistajille luopua omistuksestaan käypään hintaan. (Finanssivalvonta 2018.)

AML:n 11 luvun 20§ määrittelee ääniosuuden laskemisesta. Osakkeenomistajan ääniosuuteen luetaan 20§ mukaan:

- 1) osakkeenomistajan omistamat osakkeet;
- 2) osakkeenomistajan kanssa yksissä tuumin toimivien henkilöiden omistamat osakkeet;
- 3) osakkeenomistajan tai osakkeenomistajan kanssa yksissä tuumin toimivan henkilön yhdessä toisen kanssa omistamat osakkeet;
- 4) osakkeet, joihin liittyy äänivaltaa osakkeenomistaja on sopimuksen tai muun järjestelyn perusteella oikeutettu käyttämään tai ohjaamaan.

Yksissä tuumin toimivilla henkilöillä tarkoitetaan AML:n 11 luvun 5§:n mukaan luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä, jotka toimivat yhdessä joko sopimuksen perusteella tai toimivat muutoin yhdessä osakkeenomistajan, ostotarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön kanssa tarkoituksenaan käyttää tai hankkia merkittävää vaikutusvaltaa kohdeyhtiössä tai estää julkisen ostotarjouksen toteutuminen.

AML:n 11 luvun 23§:ssä säädetään tarjousvastikkeesta pakollisessa ostotarjouksessa. Pakollisessa ostotarjouksessa tulee aina tarjota rahavaihtoehto, mutta vaihtoehtona voidaan tarjota myös arvopaperivastiketta tai arvopaperi- ja rahavastikkeen yhdistelmää. Käyvän hinnan määritelmänä ostotarjouksen yhteydessä pidetään sitä, että tarjousvastikkeen tulee olla vähintään korkein tarjousvelvollisen ja/tai yksissä tuumin toimivan henkilön tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana arvopaperista maksama hinta. Hinnasta voidaan kuitenkin poiketa erityisistä syistä. Jos tarjousvelvollinen ja/tai yksissä tuumin toimiva henkilö on hankkinut tarjousvelvollisuutta edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkinut arvopapereita, pidetään käypänä hintana tällöin tarjousvelvollisuutta edeltäneiden kolmen kuukauden arvopapereista maksettujen hintojen painotettua keskiarvoa.

AML:n 11 luvun 24§:ssä säädetään tarjousvastikkeesta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa. Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjousvastike voi olla rahaa, arvopapereita tai näiden yhdistelmä. Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa vastike on vapaammin määriteltävissä, kuin pakollisessa ostotarjouksessa. Kuitenkin jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen lasketuista osakkeista, lähtökohtana hinnalle

pidetään korkeinta ostotarjouksen tekijän ja/tai yksissä tuumin toimivan henkilön tarjousta edeltävän kuuden kuukauden aikana maksamaa hintaa. Tästäkin hinnasta voidaan poiketa erityisistä syistä.

2.4.2 Ennen ostotarjouksen julkistamista

Ennen ostotarjouksen syntymistä tarjouksen tekijä on ollut yhteydessä kohdeyhtiöön ja käynyt mahdollisesti neuvotteluja ostotarjoukseen liittyen. Tarjouksentekijän lähestymisen vakavasti otettavuutta arvioidaan usein kohdeyhtiön hallituksessa. Ostotarjouskoodi on julkaisut arviointikriteerit, joiden perusteella voidaan arvioida vakavasti otettavuutta. Tällaisia kriteerejä ovat esimerkiksi oliko yhteydenotto miten uskottava eli kuka on ottanut yhteyttä, kehen on otettu yhteyttä ja millä tavoin yhteys on otettu. Myös tarjottavan vastikkeen määrää voidaan pitää yhtenä arviointikriteerinä sekä siten löytyykö mahdolliselta tarjouksentekijältä ostotarjoukseen vaadittava rahoitus. Jos yhteydenottoa voidaan pitää vakavasti otettavana, voidaan ostotarjousprosessin olevan käynnissä. Tieto ostotarjouksesta on sisäpiiritietoa, jolloin tulee hankerekisterin perustamisvelvollisuus. Sisäpiiriläiset ovat myös velvollisia olla hankkimatta kohdeyhtiön osakkeita sisäpiiritiedon nojalla. (Knuts & Parkkonen 2014. 527-537)

Ennen ostotarjouksen julkistamista tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön välillä on erilaisia valmistelevia toimia. Kohdeyhtiö ja tarjouksentekijä saattavat allekirjoittaa transaktiosopimuksen, johon saatetaan sisällyttää esimerkiksi sopimuksen peruuntuessa maksettava irtisanoutumiskorvaus tai muita ehtoja, joilla pyritään viemään ostotarjousprosessia eteenpäin. Myös rahoituksen saatavuus tulee varmistaa sekä se, että erilaiset viranomaisluvut ja määräykset ovat kunnossa. Merkittävien osakkeenomistajien kanssa saatetaan käydä keskustelua, jolloin nämä osakkeenomistajat tulevat osaksi sisäpiiriä. Valmistelun yhteydessä tarjouksentekijällä on oikeus suorittaa pyynnöstään kohdeyhtiössä due diligencetarkastus eli yritystarkastus, jos kohdeyhtiön hallitus pitää ostotarjousta osakkeenomistajien edun mukaisena. Jos tässä tarkastuksessa tarjouksentekijällä selviää jotakin mikä vaikuttaa hänen halukkuuteensa tehdä ostotarjous, saattaa ostotarjous peruuntua jo tässä vaiheessa. (Ostotarjouskoodi 2014, 27; Knuts & Parkkonen 2014, 543-550)

2.4.3 Ostotarjouksen julkistaminen

Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 9§:n 1 momentti määrää seuraavasti:

Päätös julkisesta ostotarjouksesta on julkistettava välittömästi sekä annettava tiedoksi kohdeyhtiölle.

Julkistamisen jälkeen päätös on annettava viipymättä tiedoksi kohdeyhtiön ja tarjouksen tehneen yrityksen henkilöstön edustajalle tai, jollei tällaista ole, henkilöstölle.

AML:n luvun 6 4§ koskee velvollisuutta julkistaa arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot ja koska tieto julkisesta ostotarjouksesta mahdollisesti vaikuttaa merkittävästi tarjouksen kohteena olevien arvopaperien arvoon, joten siksi on tärkeää, että päätös julkistetaan välittömästi. Tämä on myös tärkeää markkinoiden luotettavuuden kannalta ja tämä varmistaa sijoittajien tasapuolisen kohtelun. AML:n 11 luvun 9§:n säännös perustuu ostotarjousdirektiivin 6 artiklan 1 kohtaan. (Knuts & Parkkonen 2014, 565-566)

AML:n 11 luvun 9§:n 3 momentti määrittelee mitä tietoja julkistamisen yhteydessä on annettava. Julkistamisen yhteydessä tulee mainita tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä, tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike sekä muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset ehdot. Julkistamisen yhteydessä on myös tuotava ilmi menettely tapa, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita. Julkistamisesta on tultava ilmi, onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan 28§:n 1 momentin suositusta. Jos ostotarjouksen tekijä ei ole sitoutunut noudattamaan tätä suositusta, on tälle annettava perustelut. Tällä tavoin pyritään siihen, että osakkeen omistajat ja muut markkinoilla toimivat osapuolet saisivat jo heti julkistamisen yhteydessä olennaiset tiedot ja ehdot ostotarjouksesta. Tämä auttaa heitä arvioimaan paremmin ostotarjouksen kohteen arvopapereiden arvoon vaikuttavia tekijöitä. (Knuts & Parkkonen 2014, 569)

Tarjouksen tekijän tulee Arvopaperimarkkinayhdistyksen vuonna 1.1.2014 voimaan tulleen Ostotarjouskoodin 11. suosituksen mukaan julkistaa esimerkiksi:

- Tarjouksen tekijän tiedot, sen omistamat tai hallinnoimat tarjouksen kohdeyhtiön liikkeesseen laskemat arvopaperit sekä osuus kohdeyhtiön osakepääomasta ja äänimäärästä.
- Tarjouksen keskeiset ehdot, kuten tarjousvastikkeen tarkoittama preemio ja sen suhde kohdeyhtiön markkina-arvoon. Myös periaatteet, joita on käytetty preemion laskemisessa.
- Tiedot tarvittavasta rahoituksesta tai vastikkeeseen liittyvistä muista järjestelyistä.
- Tarjouksen tekijän tulee antaa tieto siitä, kuinka suuri määrä osakkeenomistajista on ilmoittanut kannattavansa tarjousta ja ilmoittanut kannattavansa tarjouksen toteuttamiseen liittyviä mahdollisia toimia tarjouksen tekijän yhtiökokouksessa.
- Tarjouksen tekijän tulee kertoa myös syy ostotarjoukseen ja koska tarjousasiakirja julkistetaan sekä tiedot viranomaisluvista. Myös tarjouksen tekijän tulee ilmoittaa arvio ostotarjousprosessin ja siihen liittyvien toimien kestosta tai syy sille, miksei pysty tekemään arviota prosessin kestosta.

Tämän ohjeistuksen tarkoituksena on tukea osaltaan sitä, että sijoittajat saisivat tietoonsa kattavasti ostotarjouksen julkistamisen hetkellä osakkeen arvoon vaikuttavat tekijät.

Ostotarjouskoodin 11. suosituksen avulla pyritään takaamaan tasapuolinen kohtelu ja tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla, kuten arvopaperimarkkina edellyttää. (Ostotarjouskoodi 2014,38-39)

Ostotarjouksen voimassaolo aika on vähintään kolme viikkoa ja enintään 10 viikkoa arvopaperimarkkinalain 11 luvun 12§:n 1 momentin mukaan. Tämä poikkeaa ostotarjousdirektiivin 7 artiklan 1 kohdasta, jossa asetetaan vähimmäisajaksi kaksi viikkoa. AML:ssa kolmen viikon vähimmäisaika on perusteltu sillä, että kohdeyhtiön hallitus ehtii perehtyä riittävästi tarjoukseen ennen lausunnon antamista, mutta myöskin sillä että sijoittajilla on aikaa perehtyä hallituksen lausuntoon. Jos ostotarjouksen ehtoihin on sisällytetty mahdollisuus jatkaa tarjousaikaa tai keskeyttää se, voidaan näin toimia. Päätös jatkamisesta tulee tehdä ja julkistaa tarjousajan kuluessa. Tarjousaikaa voidaan jatkaa joko toistaiseksi voimassa olevana, jolloin voimassaolon päätyminen tulee julkistaa kahta viikkoa etukäteen. Tarjousaika voi jatkua myös vain määrätyn ajan, jolloin tarjousajan päättymispäivämäärä tulee ilmoittaa samalla kun julkistetaan tarjousajan jatkumisesta. (Knuts & Parkkonen 2014, 575-577)

Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 11§:ssä säädetään tarjousasiakirjasta. Tarjousasiakirja tulee julkistaa ennen ostotarjouksen voimaantuloa ja se tulee olla koko voimassaoloajan yleisön saatavilla. Tarjousasiakirjan tulee sisältää tarjouksen olennaiset tiedot sekä riittävästi tietoa tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi. Tarjousasiakirja tulee toimittaa ostotarjouksen kohteena olevalle yhtiölle sekä asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla. Tarjousasiakirjan voi julkistaa vasta, kun Finanssivalvonta on hyväksynyt sen. Finanssivalvonnalla on viisi pankkipäivää aikaa päättää asiakirjan hyväksymisestä. Tarjousasiakirjan voi jättää Finanssivalvonnalle hyväksyttäväksi, kun päätös ostotarjouksesta on julkistettu arvopaperimarkkinalain 11 luvun 9§:n mukaisesti. Finanssivalvonnan tulee hyväksyä tarjousasiakirja, jos se täyttää vaadittavat ehdot. Kun tarjousasiakirja on julkistettu, tulee kohdeyhtiön antaa tieto tarjousasiakirjasta henkilöstönsä edustajalle tai sellaisen puuttuessa henkilöstölle. Jos tarjousasiakirjassa ilmenee virhe tai puute tai uutta tietoa tulee ilmi ennen ostotarjouksen voimassaoloajan päättymistä ja jolla saattaa olla merkitystä sijoittajille, tulee julkaista viivytyksettä oikaisu tai täydennys. Finanssivalvonta hyväksyy myös tarjousasiakirjan täydennykset samalla tavalla kuin tarjousasiakirjan. Finanssivalvonta voi tarjousasiakirjan täydennyksen yhteydessä edellyttää, että tarjousaikaa jatketaan, jotta arvopaperien haltijat ehtivät harkitsemaan tarjousta uudestaan. Tarjousaikaa voidaan jatkaa enintään kymmenen pankkipäivää.

2.4.4 Tarjouksen aikana tapahtuva tiedottaminen, liputusvelvollisuus ja kohdeyhtiön toiminta

Arvopaperimarkkinalain 9 luvun 5§:n mukaan osakkeen omistajan tulee ilmoittaa kohdeyhtiölle sekä Finanssivalvonnalle, jos hänen ääniosuutensa ylittyy taikka vähenee 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosenttia tai 2/3 kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärän. Finanssivalvonta on myös suositellut, että ostotarjouksen tarjousasiakirjassa mainitaan siitä, jos tarjouksen tekijä aikoo liputusilmoituksen lisäksi tiedottaa esimerkiksi ostotarjouksen edistymisestä. Ostotarjousprosessin aikana tapahtuvalla tarjouksenaikaisella tiedottamisella saatetaan pyrkiä vaikuttamaan ostotarjouksen menestymiseen. Tiedottamisen tulee olla arvopaperimarkkinalain säädännön mukaisesti totuudenmukaista, eikä saa johtaa harhaan. Viestinnässä ei esimerkiksi saa antaa ymmärtää, että osakkeenomistajan olisi pakko hyväksyä ostotarjous tai että hyväksymättä jättämisestä seuraisi osakkeen omistajalle haittaa. Tiedottamisen tulee olla myös johdonmukaista ja ilmoittamisen tulee tapahtua ennalta ilmoitettuina määräaikoina, kuten esimerkiksi viikoittain. (Knuts & Parkkonen 2014, 585)

Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 13§:ssä säädetään, että kohdeyhtiön tulee julkistaa lausunto tarjouksesta mahdollisimman pian sen jälkeen, kun tarjousasiakirja tai sen luonnos on toimitettu kohdeyhtiölle. Hallituksen lausunto tulee liittää osaksi tarjousasiakirjaa. Hallituksen tulee perustella arvionsa siihen, mitä ostotarjous tarkoittaa kohdeyhtiön ja arvopaperien haltijoiden kannalta sekä miten ostotarjouksen tekijän strategiset suunnitelmat todennäköisesti vaikuttavat kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Ostotarjouskoodin 5. suosituksen mukaan kohdeyhtiön hallituksen tulee myös lausunnossaan ilmoittaa suosittelevatko he ostotarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä. Jos hallitus ei pääse yksimielisyyteen kannassaan ostotarjoukseen liittyen, tulee tästä mainita lausunnossa. Hallituksen lausuntoa ja heidän kantaansa ostotarjouksen hyväksymiseen liittyen pidetään merkittävänä tekijänä ostotarjouksen läpimenon kannalta. Osakkeenomistajille kohdeyhtiön hallituksen kanta voi olla ratkaiseva tekijä sille, hyväksyvätkö he ostotarjouksen vai eivät. (Knuts & Parkkonen 2014, 591-594; Ostotarjouskoodi 2014, 24)

Toisinaan kohdeyhtiö saattaa saada toisen kilpailevan ostotarjouksen. Kohdeyhtiö on saattanut saada kilpailevia yhteydenottoja jo ennen ensimmäisen ostotarjouksen julkistamista tai sen jälkeen. Aina yhteydenotot eivät kuitenkaan johda varsinaiseen kilpailevaan ostotarjoukseen. Ostotarjouskoodin 8. suosituksen mukaan kohdeyhtiön hallituksen tulee kohdella tasapuolisesti kaikkia vakavasti otettavia tarjouksen tekijöitä. Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 17§ määrää kilpailevista tarjouksista. Toisen ostotarjouksen ilmaantuessa saa ensimmäinen tarjouksentekijä pidentää tarjousaikaansa ja tarjouksentekijä saa myös muuttaa tarjouksen ehtoja. Päätökset näistä tulee julkistaa ja päätökset tulee täydentää

tarjousasiakirjaan. Myös kohdeyhtiön hallituksen tulee täydentää lausuntoaan ostotarjouksesta mahdollisimman pian kilpailevan ostotarjouksen julkistamisen jälkeen. Ensimmäisen ostotarjouksen tekijä voi myös päättää tarjouksensa raukeamisesta, jos tarjous on ollut vapaaehtoinen. Päätös ostotarjouksen raukeamisesta tulee julkistaa. (Knuts & Parkkonen 2014, 586-589; Ostotarjouskoodi 2014, 31-32)

2.4.5 Ostotarjouksen päättyminen ja sen jälkeiset toimet

Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 18§:ssa säädetään, että tulos ostotarjouksen lopputuloksesta on julkistettava viipymättä. Jos ostotarjous oli ehdollinen, tulee tarjouksen tekijän ilmoittaa toteuttaako se tarjouksen. Ostotarjouksen toteutumisella voi olla myös merkittäviä tekijöitä osakkeen hintaan, joten siksi tieto tulee julkistaa viipymättä. Tarjousasiakirjasta tulee käydä ilmi ostotarjouksen toteuttamisedellykset ja se, miten toimitaan, jos ostotarjous menee läpi. Ostotarjouskoodin 13. suosituksen mukaan, tulee ostotarjouksen tekijän julkistaa aikooko hän vaatia osakeyhtiölain mukaista lunastusmenettelyä vai aikooko hän ostaa markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita. Jos ostotarjouksen tekijä on ilmoittanut käyttävänsä lunastusmenettelyä, tulee tarjouksentekijän ilman aiheetonta viivytystä vaatia lunastusta, kun hän on saanut käyttöönsä yli 9/10 kohdeyhtiön osakkeista ja äänimäärästä. (Knuts & Parkkonen 2014, 590; Ostotarjouskoodi 2014, 42)

Osakeyhtiölain 18 luvun 1-2§:ssä käsitellään vähemmistöosakkeiden lunastamista. Lunastusoikeus syntyy, kun ostotarjouksen tekijä on saanut haltuunsa 90% kohdeyhtiön osakkeista ja äänimäärästä. Lunastajan tulee ilmoittaa viipymättä kohdeyhtiölle lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä tai lakkaamisesta. Kun yhtiö on saanut ilmoituksen lunastajalta, tulee yhtiön ilmoittaa lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntyminen viipymättä rekisteröitäväksi kaupparekisteriin. Lunastuksessa käypänä hintaa pidetään ostotarjouksessa tarjottua hintaa ja tätä on yleisesti pidetty alarajana, vaikkei lainsäädännössä ole tälle mitään perustetta. Kuitenkin lunastusmenettelyssä tullaan noudattamaan arvopaperimarkkinalain mukaista käyvän hinnan periaatetta, mutta tästäkin voidaan poiketa erityisistä syistä. (Knuts & Parkkonen 2014, 605-607)

Osakeyhtiölain 18 luvun 3-10§:ssä on myös käsitelty välimiesmenettelyä. Tarjouksentekijä voi antaa välimiehen ratkaistavaksi erimielisyydet, jotka liittyen osakkeiden lunastamiseen. Keskuskauppakamarin lunastuslautakunta valitsee tarpeellisen määrän puolueettomia ja riippumattomia asiantuntevia välimiehiä. Välimiesmenettelyn avulla tarjouksentekijä saa loputkin osakkeet haltuunsa. Kun vastapuoli on saanut hakemuksen tai sen jäljennöksen, voidaan välimiesmenettely laittaa vireille. Keskuskauppakamarin lunastuskunta voi hakea tuomioistuimelta uskotun miehen määräämistä valvomaan vähemmistöosakkeenomistajien etuja. Kuitenkin jos kaikki osapuolet pitävät uskotun miehen määräämistä

tarpeettomana, ei uskottua miestä tarvitse määrätä. Uskotulla miehellä on oikeus ja velvollisuus esittää erilaisia seikkoja ja näyttöjä, jotka tukevat vähemmistöosakkeenomistajien etuja välimiesmenettelyssä. Uskottu mies ei kuitenkaan voi esittää tai hyväksyä lunastusta koskevia vaatimuksia vähemmistöosakkeenomistajien puolesta eikä ryhtyä toimiin, jotka ovat ristiriitaisia vähemmistöosakkeenomistajien toimien kanssa. Jos lunastushinnasta ei olla sovittu tai määrätty, mutta lunastusoikeus katsotaan kuitenkin lainvoimaiseksi tai välimiehet pitävät lunastusoikeutta selvänä, siirtyy osake lunastajalle heti, kun tämä asettaa vakuuden lunastushinnan maksamisesta. Välimiesmenettelyssä käypänä hintana pidetään ostotarjouksessa tarjottua hintaa, ellei tähän ole jotakin erityistä syytä. Lunastushinta tulee maksaa kuukauden kuluttua siitä, kun lunastamisen lainvoimaisuudesta on annettu tuomio ja osakkeet siirtyvät lunastajalle lunastushinnan suorittamisella, ellei ole jo aiemmin siirtynyt. Kaupankäynti osakkeella päättyy yleensä siihen, kun lunastaja on saanut omistusoikeuden lunastusmenettelyssä kaikkiin lunastuksen kohteena oleviin osakkeisiin. Pörssin sääntöjen mukaan pörssin listauskomitea voi päättää kaupankäynnin lopettamisesta, jos liikkeeseenlaskija on tehnyt tästä hakemuksen listauskomitealle. (Pörssilistautujan käsikirja 2016, 49)

3 Yrityksen arvon määrittäminen

Yrityksen arvoa määriteltäessä on hyvä muistaa, että arvo on enemmän mielipide kuin ehdoton totuus. Yleensä yrityksen arvo joudutaan arvioimaan, koska arvoa ei saada markkinoilta suoraan, koska hinta muodostuu monista eri tekijöistä. Siksi markkinoilta saatu hinta ei ole yksistään luotettava tekijä mittaamaan arvoa. Sanotaan, että arvonmääritys on tiedettä ja taidetta. Tieteellä tarkoitetaan sitä, että arvonmäärityksen tulisi perustua tieteellisiin talous- ja rahoitusteorioiden menetelmiin ja peruseräisiin. Tämän lisäksi kuitenkin tulee ottaa huomioon arvonmäärityksen olosuhteet, informaation saatavuus ja luotettavuus. Tämän seurauksena arvonmääritys on osittain myös ”taidetta”, sillä arvonmäärittäjän tulee tehdä ennusteita ja tapauskohtaisia oletuksia näkemyksiinsä ja ammattitaitoonsa perustuen, mutta kuitenkin pyrittävä toimimaan objektiivisesti. (Seppänen 2017, 19, 34)

Yrityskaupat ovat suuria investointeja ja niihin liittyy paljon taloudellisia riskejä, joten sekä ostaja että myyjä haluavat riittävän kattavan arvonmäärityksen päätöksensä tueksi. Ennen yrityksen arvon määrittämistä yleensä suoritetaan ostettavan kohteen strategian, liiketoiminnan ja tilinpäätöksen analyysi. Analyysien avulla arvioidaan yrityksen tulevaisuutta, koska varsinaisen arvonmäärityksen tarkoituksena on arvioida yrityksen tuleva taloudellinen menestyminen. Esimerkiksi ostotarjouksen tekijä haluaa varmistua yrityksen taloudellisesta kannattavuudesta myös tulevaisuudessa, joten due diligence tarkastuksen yhteydessä arvioidaan myös yrityksen arvoa. (Katramo & Lauriala ym 2013, 50-53, 71-73)

Seppänen on kirjassaan yrityksen arvonmääritys jakanut arvonmääritysmenetelmät kolmeen eri luokkaan siten että, ensimmäisessä luokassa on markkina-arvomenetelmät eli markkinahinta ja verrokkimenetelmät. Toisessa luokassa on tuottoarvomenetelmät eli diskontattujen kassavirtojen ja tuottojen/tulosten menetelmät. Kolmannessa luokassa on kustannusarvomenetelmä eli oikaistu tase tai substanssiarvomenetelmä. (Seppänen 2017, 91)

3.1 Arvonmääritysmallit

Arvonmääritysmallit ovat pääasiassa nykyarvomalleja eli tulevaisuuden kassavirta diskontataan nykyhetkeen. Diskonttaamisen avulla eri aikojen rahavirrat saadaan samanarvoisiksi diskonttauskorkoa apuna käyttäen. Diskonttauskorkona arvonmääritys tilanteissa on yleensä pääoman keskimääräiskustannus eli WACC (weighted average cost of capital). Diskonttauskoron suuruus määräytyy riskien mukaan eli mitä isompi riski tuleviin

rahavirtoihin liittyä, sitä korkeampaa diskonttauskorkoa käytetään. (Katramo & Lauriala ym. 2013, 127)

3.1.1 Osinkomalli

Osinkomalli on perinteinen oman pääoman arvonmääritysmalli ja se on pohjana esimerkiksi vapaan kassavirran mallille ja lisäarvomallille. Osinkoperusteisessa mallissa osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo. (Kallunki & Niemelä 2012, 221)

Kaava 1. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2012, 221)

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

Osakkeen arvo muodostuu osinkovirrasta, joka on päättymätön, sillä oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa. Tulevien vuosien osinkojen diskonttauksessa käytetään korkokantaa r , joka on sijoittajien oman pääoman tuottovaatimus.

Jos yrityksen osingot kasvavat tasaista tahtia, voidaan vuoden t osingot D_t selvittää seuraavalla kaavalla:

Kaava 2. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2012, 222)

$$D_t = D_0(1+g)^t$$

Kaavassa D_t = Osingot vuonna t

D_0 = Osingot lähtövuonna 0

g = Osinkojen vuosittainen kasvutahti

t = vuodet

Kun kaava 2 sijoitetaan kaavaan 1 saadaan osakkeen tämän hetken arvoksi seuraavanlainen kaava:

Kaava 3. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2012, 222)

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r)^3} + \frac{D_0(1+g)^4}{(1+r)^4} + \dots$$

Kaava voidaan myös yksinkertaistaa muotoon:

Kaava 4. Yksivaiheinen osinkojen kasvumalli (Kallunki & Niemelä 2012, 222)

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

Tämän kaavan mukaan osakkeen tämän hetken arvo on ensi vuoden odotetut osingot jaettuna oman pääoman tuottovaatimuksen ja osinkojen kasvun erotuksella. Kaavassa käytännön ongelmana on se, ettei osinkoja todellisuudessa voida ennustaa muutamaa vuotta pidemmälle ja yritykset jakavat vain osan tuloksestaan osinkona, joten osinkojen jakosuhte vaihtelee vuosittain. (Kallunki & Niemelä 2012, 222-223)

Kaikkein käytännönläheisin malli onkin siis:

Kaava 5. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2012, 223)

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

Tässä mallissa vuosittaiset osingot arvioidaan niin pitkälle kuin se luotettavasti on mahdollista ja sen jälkeen osinkojen kasvutahti arvioidaan. (Kallunki & Niemelä 2012, 223)

3.1.2 Kassavirta perusteinen malli

Vapaan kassavirran mallissa yrityksen arvo on sen tulevaisuudessa tulevien kassavirtojen nykyarvo. Vapaan kassavirran voi laskea koko yritykselle eli FCFF (free cash flow to firm) tai omalle pääomalle eli FCFE (free cash flow to equity). FCF-mallissa rahavirran raha on rahaa, joka on vapaasti jaettavissa omistajille eli tässä mallissa kuvataan rahavirtaa, joka jää yritykselle kaikkien toimintakulujen, pääomakustannusten ja investointien jälkeen. Tämän arvonmäärittämissä etuna on se, että se tarkastelee myös yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä sekä edellytyksiä tulevalle tuloskehitykselle. (Katramo & Lauriala ym 2013, 129-131)

Kaava 6. Vapaan kassavirran malli (Kallunki & Niemelä 2012, 226)

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

Oman pääoman arvo saadaan diskonttaamalla vapaa kassavirta FCF (eli kassavirta, joka kuuluu osakkeenomistajille) oman pääoman kustannuksella r_e .

Katramo & Lauriala ym 2013 esittävät teoksessaan yrityskauppa vapaan kassavirran laskeamisen seuraavasti:

Liikevoitto
 +Osuus osakkuusyhtiöstä
 -Operatiiviset verot
 =Operatiivinen kassavirta

+Poistot
 =Bruttokassavirta
 -/(+) Muutos käyttöpääomassa
 -Bruttoinvestoinnit
 =Vapaa operatiivinen kassavirta
 +/- Muut erät (verojen jälkeen)
=Vapaa kassavirta

Kassavirtalaskelman ensimmäinen askel on liikevoitto, johon lisätään osakkuusyhtiön osuus, mutta tästä vähennetään operatiiviset verot. Operatiiviset verot ovat verottajan osuus kassavirrasta. Tämän jälkeen lisätään poistot, jolloin saadaan bruttokassavirta. Tästä joko vähennetään tai lisätään käyttöpääoman muutos. Nettokäyttöpääoman muutos on laskettu Katramo & Lauriala ym kirjassa yrityskauppa seuraavasti:

+Vaihto-omaisuuden lisäys
 +Myyntisaamisten lisäys
 -Ostovelkojen lisäys
 =Käyttöpääoman muutos

Tämän jälkeen poistetaan bruttoinvestoinnit eli investointien kassasta maksu. Näin saadaan vapaa operatiivinen kassavirta, johon tulee vielä lisätä tai vähentää muut erät.

Yleensä nämä muut erät ovat ennusteissa nolla. Näin saadaan laskettua vapaa kassavirta. (Katramo & Lauriala ym 2013, 129-133)

3.1.3 Lisäarvomalli

Lisäarvomallin perustana on osinkoperusteinen malli, mutta siinä käytetään yrityksen voitoja osinkojen sijasta. Tässä mallissa osakkeen arvo P_0 muodostuu oman pääoman kirjallisesta arvosta BV_0 sekä tulevista lisävoitoista ae_t . Kaava on seuraavanlainen:

Kaava 7. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2012, 236)

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

Lisäarvomallilla on etuja verrattuna muihin kassavirtamalleihin. Lisävirtamallissa osakkeen arvo on sen kirjanpidollinen arvo, johon lisätään yrityksen tulevaisuuden taloudelliset lisäarvot. Näin vältetään tulevien voittojen ennustevirheitä, kun taas esimerkiksi osinkomallissa sekä kassavirtaperusteisissa arvonmäärittämissä oletetaan osakkeen arvon muodostuvan kokonaisuudessaan ennusteisiin perustuvista kassavirtojen nykyarvosta. Lisäarvomallissa vuosittaisen bruttovirran sijasta diskonttaus tapahtuu nettotuloksen ja vaaditun tuloksen erotuksella. Tämä tuo vakautta käytetyille kasvunopeuksille. (Katramo & Lauriala ym. 2013, 135-137; Kallunki & Niemelä 2012, 236)

3.2 Pörssitunnusluvut

Pörssissä yrityksille on jatkuvasti saatavilla erilaisia tunnuslukuja, joiden perusteella voidaan tehdä erilaisia arvioita yrityksen arvostustasosta tai tulevaisuuden näkymistä. Pörssi-tunnusluvut vertailevat yleensä markkina-arvon ja tilinpäätöslukujen suhdetta. (Alma Talent tunnuslukuopas)

3.2.1 Markkina-arvo ja yritysarvo

Yrityksen markkina-arvo saadaan laskemalla yritysten osakkeiden määrä osakekurssilla. Markkina-arvo vaihtelee osakekurssin mukaan. Markkina-arvo ei kerro kuitenkaan suoraan arvoa, joka saataisiin yrityskaupan yhteydessä, koska yrityskaupoissa yleensä maksetaan preemiota. Preemiot ovat Suomessa olleet 2000-luvulla keskimäärin 20-50%. (Alma Talent tunnuslukuopas)

Yritysarvo eli velaton arvo saadaan lisäämällä markkina-arvoon korolliset nettovelat. Jos yrityksen likvidit rahavarat ovat suuremmat kuin korolliset velat on yritysarvo tällöin markkina-arvoa pienempi. Yritysarvosta käytetään lyhennettä EV, joka tulee sanoista enterprise value. (Alma Talent tunnuslukuopas)

3.2.2 P/E-luku

P/E-luku saadaan jakamalla osakekurssi osakekohtaisella tuloksella. P/E-lukua käytetään kuvaamaan sitä, kuinka monessa vuodessa yritys tekisi markkina-arvonsa verran tulosta, jos tulos pysyy ennallaan. Kasvuyrityksillä on yleensä korkea P/E-luku kun taas matalan kasvun yrityksillä luku on yleensä alhaisempi. Myös eri toimialoilla P/E-luvut ovat erilaisia, mutta suomalaisilla pörssiyrityksillä vuosina 2012-2016 P/E-luku on ollut keskimäärin 14,7. P/E-luku voidaan laskea eritavoin, sillä osakekohtaiseksi tulokseksi voidaan valita joko edellisen tilikauden tulos, keskimääräinen 12 kuukauden tulos tai ennusteisiin perustuvaa osakekohtaista tulosta. (Alma Talent tunnuslukuopas)

3.2.3 P/B-luku

P/B-luku saadaan laskemalla osaketasolla jakamalla osakekurssi osakekohtaisella omalla pääomalla. Luku kertoo kuinka moninkertainen yrityksen markkina-arvo on suhteessa taaseen omaan pääomaan. P/B-luvun ollessa korkea yrityksen oman pääoman tuotto on korkea kun taas luvun ollessa alhainen yrityksen pääoman tuotto ei ole korkeaa ja kasvunäkymät ovat vaatimattomia. Alma talentin mukaan alat, joissa yleensä P/B-luvut ovat korkeita ovat yleensä vähän pääomia sitovia aloja kuten esimerkiksi ohjelmistotuotanto ja konsultointi. (Alma Talent tunnuslukuopas)

3.2.4 EV/EBIT, EV/EBITDA ja EV/liikevaihto

EV/EBIT ja EV/EBITDA ovat kannattavuuteen perustuvia arvostuskertoimia. EV/EBIT-luku saadaan jakamalla yritysarvo liiketuloksella. Tämä luku kertoo kuinka monta vuotta menisi, jotta yritys tekisi liiketulosta velattoman arvonsa verran. Kasvuyrityksillä luku on yleensä suurempi, kuin hitaamman kasvun yrityksillä. (Alma Talent tunnuslukuopas)

EV/EBITDA-luku saadaan jakamalla yritysarvo käyttökateella. Luku kertoo kuinka monta vuotta menisi, jotta yritys tekisi käyttökateetta velattoman arvonsa verran. EV/EBIT-luvusta EV/EBITDA eroaa siten, että EV/EBIT-luku ottaa huomioon myös poistot. Esimerkiksi jos yrityksen EV/EBITDA luku on 12, kestäisi yrityksellä 12 vuotta tuottaa käyttökateetta velattoman arvonsa verran, mikäli käyttökate pysyisi ennallaan. (Alma Talent tunnuslukuopas)

EV/liikevaihto (englanniksi EV/sales) saadaan jakamalla yritysarvo liikevaihdolla. Luku on lähellä P/S- lukua, jossa markkina-arvo jaetaan liikevaihdolla ja P/S-luku kertoo yrityksen markkina-arvon moninkertaisuuden suhteessa liikevaihtoon. Mutta koska markkina-arvo ei ota huomioon velkoja, voi joissakin tilanteissa EV/liikevaihto luku kertoa enemmän. (Alma Talent tunnuslukuopas; Investopedia)

3.2.5 Osinkotuotto prosentti

Osinkotuotto prosentti saadaan jakamalla osingonjako yhteensä markkina-arvolla ja kertomalla tämä sadalla. Tämä kertoo sijoittajalle sijoituskohteen arvoon nähden, kuinka suuri osinko on. Osinkotuotto on yleensä keskimääräistä korkeampi aloilla ja yrityksissä, jotka ovat matalan kasvun yrityksiä. Tämä johtuu siitä, että yritys pystyy jakamaan voittoa enemmän, koska pääomaa ei sitoudu kasvuun. (Alma talent tunnuslukuopas)

4 Julkiset ostotarjoukset

4.1 Affecto Oyj

Affecto oli vuonna 1983 perustettu ja Helsingin pörssissä noteerattu informaatioteknologiaan erikoistunut yhtiö. Sen pääasiallinen toiminta-alue oli Suomen lisäksi muualla Pohjois-Euroopassa, kuten Pohjoismaissa, Puolassa, Latviassa ja Liettuassa. Ostotarjousta edeltäneen 12 kuukauden liikevaihto oli 119,8 miljoonaa euroa. Vuonna 2017 elokuussa kanadalainen informaatioteknologia yhtiö CGI teki vapaaehtoisin hallituksen suositteleman ostotarjouksen Affectosta, tarjoten 4,55 euroa osakkeelta. Affecton päätöskurssi 21.8.2019 ennen ostotarjouksen julkaisemista oli 3,52, joten ostotarjouksen preemio verrattuna tähän oli 29,3%. Kolmen kuukauden painotettuun keskimääräiseen eli 3,57 euroon verrattuna preemio oli 27,6% ja 12 kuukauden painotettuun keskimääräiseen eli 3,06 euroon verrattuna se oli 48,5%. (Affecto Oyj:n tarjousasiakirja 2017, 1)



Kuva 1 Affecton pörssikurssi vuodesta 2010 vuoteen 2018 (Market Screener 2019)

4.1.1 Affecto verrattuna kilpailijoihin

Inderesin arvion mukaan ostotarjouksen EV/liikevaihto -kerroin on 0,8X, kun se keskimäärin on IT-palveluyhtiöillä ollut ostotarjouksen hetkellä noin 1,1X. CGI:n oma kerroin on ollut tuolloin 1,8X. EV/EBITDA on Inderesin arvionsa mukaan ollut ostotarjous hetkellä viimeisen 12kk aikana noin 15X. Inderesin analytikon Joni Grönqvistin mukaan EV/EBITDA on Pohjoismaisilla IT-palveluyhtiöillä ollut ostotarjouksen hetkellä noin 10X. Liikevaihtokerroin

Affectolla oli 30% heikompi kuin IT-sektorilla keskimäärin. (Kinnunen, Rautanen & Vilén 2017, 1; Rautanen 2017)

Näiden tunnuslukujen perusteella voisi olettaa Affecton suoriutuvan heikommin kilpailijoihinsa nähden. Kauppalehden sekä Inderesin analyysien mukaan 2010-luvulla tapahtunut IT-sektorilla tapahtunut murros aiheutti vaikeuksia Affectolle, eikä se onnistunut pysymään täysillä mukana muutoksessa. Affecto reagoi muutokseen liian myöhään, joka vaikutti kasvun saavuttamista. Todennäköisesti juuri näiden vaikeuksien takia Affecton kurssi heikkeni sen huippuvuosien tasosta. Huippuvuosina sen osakkeen arvo oli jopa korkeammalla, kuin CGI:n ostotarjouksessa tarjottu 4,55 euroa/osake. (Kinnunen & Rautanen ym. 2017; Kolehmainen A. 2017)

Taulukko 1 mukaelma Affecton verrokkiryhmän arvostuskertoimista (Inderes 2017)

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo M€	Yritysarvo M/€	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto%	
				2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Acando	26,1	273	269	10,1	8,9	9,4	8,1	13,8	12,4	5,4	5,8
Enea	75	140	131	10,9	9,9	8,6	7,4	14,3	12,4	3,1	3,6
Know it	125,25	245	258	9,5	8,3	8,9	7,9	12,4	11,3	3,2	3,2
Siili Solutions	12,29	85	80	13,7	10,2	11,9	9,0	19,0	15,6	3,2	3,9
Tieto	26,78	1958	2136	13,3	12,5	10,2	9,7	16,2	15,1	4,9	5,2
Affecto	4,55	98	97	15,2	10,5	13,5	9,3	21,0	15,1	3,3	3,5
Keskiarvo				14,9	11,5	10,4	9,1	18,3	14,7	3,9	3,8
Mediaani				12,9	10,9	10,2	8,8	17,7	14,6	3,5	3,9
Ero keskiarvoon				2%	-9%	30%	2%	15%	3%	-15%	-8%
Ero mediaaniin				18%	-4%	32%	6%	19%	3%	-6%	-10%

Affecto toimi it-teknologia alalla, joten kilpailijoiden määrä oli suuri. Jo pelkästään Suomessa sillä oli lukuisia kilpailijoita. Inderesin 23.8.2017 tekemästä Affecton verrokkiryhmän arvostuksesta (taulukko 1) käy ilmi, että Affecton tunnusluvut menevät ennusteiden mukaan melko lähelle sektorin keskiarvoa ja mediaania. Affecton EV/EBIT, EV/EBITDA ja P/E ovat hieman korkeammalla tasolla vuoden 2017 keskiarvoon ja mediaaniin verrattuna. Ennusteen mukaan kuitenkin vuonna 2018 luvut olisivat todennäköisesti voineet olla lähempänä mediaania, jos Affecto olisi saavuttanut Inderesin olettaman 3% liikevaihdon kasvun ja 8% EBITDA-marginaalin.

Affecton EV/EBIT luvut vuosina 2017 ja 2018 olivat 15,2 ja 10,5. Sektorin keskiarvot ovat 14,9 ja 11,5 sekä mediaanit 12,9 ja 10,9. Vuoden 2017 EV/EBIT-luku on 18% prosenttia

mediaanin yläpuolella. Vuoden 2018 se ennusteiden mukaan tippuisi 4% alle mediaanin. EV/EBITDA vuonna 2017 olisi 13,5, jolloin se on 32% mediaanin yläpuolella, mutta vuonna 2018 olisi enää 6% mediaanin yläpuolella. P/E-luvuiltaan Affecto oli vuonna 2017 19% mediaanin yläpuolella ja vuonna 2018 3%. Osinkotuotto prosentti on hieman heikommalla tasolla verrattuna sektorin mediaaniin. Vuosina 2017 ja 2018 osinkotuotto prosentit ovat 6% ja 10% mediaania alemmalla tasolla. Ostotarjouksen hinnalla Affecto pääsee melko lähelle sektorin mediaania.

4.1.2 Arvio ostotarjouksesta

Erilaiset vaikeudet digimurroksen kanssa varmasti vaikuttivat siihen, että Affecton arvostus oli heikommalla tasolla sen kilpailijoihin nähden. Vuoden 2017 toukokuussa Affecto antoi positiivisen tulosvaroituksen ja se odotti liikevaihdon nousevan vuodesta 2016. Affecton käänne saattoi siis olla hyvinkin mahdollinen. Jos käänne olisi tapahtunut ja osake olisi lähtenyt nousuun, olisi 4,55 euron tarjous osakkeelta ollut todennäköisesti huono. Toisaalta Affecton hallitus suositteli ostotarjouksen hyväksymistä, mikä saattaa tarkoittaa sitä, ettei Affecton hallitus usko käänteen tapahtuvan lähitulevaisuudessa. Affecton hallituksen puheenjohtaja Magdalena Persson kuitenkin totesi Affectolla olevan paljon kasvumahdollisuuksia, mutta asiat tuskin kuitenkaan menisivät huonompaan suuntaan, jos CGI omistaa Affecton. Monet eri analyytikot ovat arvioineet Affecton ostotarjousta vaihtelevasti, mikä viestii siitä, että osa analyytikoista saattoi uskoa Affecton mahdollisuuksiin. Osa analyytikoista nostaa esiin sen, että Affecton kasvu on alkanut näkymään. Pitkän tähtäimen sijoittajalle tämä ostotarjous saattoikin olla hyvin huono, jos Affecton kasvu olisi onnistunut. CGI onnistuikin mahdollisesti tekemään ostotarjouksen juuri sopivalla hetkellä, kun Affecton arvostus on vielä alhaisemmalla tasolla. (Leskinen 2017)

Ostotarjous tarjosi kuitenkin hyvän tuoton sijoittajille, varsinkin jos Affecton käännteeseen olisi vielä mennyt aikaa tai sen suoriutuminen olisi jatkunut heikompana verrattuna sektoriin. Siksi ostotarjousta voidaan pitää hyvänä, mutta sitä ei kuitenkaan voi luonnehtia erittäin hyväksi, koska mahdollista tulevaisuuden kasvupotentiaalia ei oltu huomioitu tarpeeksi.

4.2 Amer Sports Oyj

Amer Sports oli suomalainen urheiluvälineisiin erikoistunut Helsingin pörssissä noteerattu yritys. Sen tuotemerkkejä ovat esimerkiksi Salomon, Peak Performance, Suunto ja Wilson. Vuonna 2018 syyskuussa 11. päivänä ensimmäisen kerran markkinoille levisi tieto mahdollisesta ostotarjouksesta, mutta lopullinen virallinen ostotarjous julkistettiin vasta 5.12.2018. Tämän seurauksena sijoittajat ja osakekurssi oli ehtinyt reagoida ostoaikeisiin,

joten ostotarjouksen julkistamisen jälkeen ei tapahtunut yllättävän suurta nousua osakekurssissa. Kurssi nousi virallisen ostotarjouksen julkistamisen jälkeen noin 9%, kun se oli ”ostohuhun” jälkeen oli noussut jopa 19% ylöspäin. (Kajaani 2018)

Mascot Bidco Oy julkaisi 7.12.2018 vapaaehtoisen julkisen ja hallituksen yksimielisesti suositteleman käteisostotarjouksen, tarjoten 40 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaa noin 4,6 miljardin euron ostohintaa. Ostotarjouksen preemio oli laskettu ”alkuperäisen julkistamispäivän” eli 10.9.2019 päivän päätöskurssin 28,79 euroon verrattuna 39% sekä 43% verrattuna 10.9.2018 edeltävään 3 kuukauden painotettuun osakkeen keskikurssiin. 12 kuukauden painotettuun keskikurssiin verrattuna preemio oli jopa 63%. Ennen virallista julkistamista osakkeen päätöskurssi 5.12.2018 oli 35,20 euroa, jolloin preemio oli 14%. Kolmen kuukauden painotettu keskikurssi oli 33,88 ja preemio 18% sekä 12 kuukauden keskikurssin 27,86 euroon verrattuna preemio oli 44%. (Amer Sports tarjousasiakirja 2018)

Ostotarjouksen takana oli sijoittajakonsortio, johon kuuluvat kiinalainen ANTA Sports Products, aasialainen pääomasijoitusyhtiö FountainVest Partners, Lululemon athletica inc:in perustajan Chip Wilsonin omistaja sijoitusyhtiö Anamered Investments ja kiinalainen IT-yhtiö Tencent. Ostotarjousta on luonnehdittu ystävälliseksi, sillä Amer Sportsin pääkonttorin luvattiin pysyvän Helsingissä ja Amerin operatiivisen johdon luvattiin jatkavan ANTA Sportsista erillään omana itsenäisenä hallituksena. (Kajaani 2018)



Kuva 2 Amer Sports Oyj:n osakekurssi vuosina 2010-2019 (Market Screener 2019)

4.2.1 Amer Sports verrattuna kilpailijoihin

Amer Sportsilla on lukuisia kilpailijoita ympäri maailmaa. Urheiluvälineitä valmistavia yrityksiä on lukuisia, sillä urheilu on iso bisnes. Inderes arvioi, että 40 eurolla vuosien 2018 ja 2019 P/E-luvut olisivat 30 ja 26 sekä EV/EBITDA-luvut olisivat 17 ja 16. Vuoden 2018 toteutunut P/E-luku oli 31 ja P/B luku oli 5, joten voidaan olettaa Inderesin arvioineen hyvin totuudenmukaisesti tunnusluvut suhteessa kilpailijoihin. Osakekurssi myös pysyi lähellä 40 euroa ostotarjouksen loppuun saakka, mutta hetkellisesti osakekurssi oli jopa yli 40 euron. Amer Sportsin ostaneeseen ANTA Sportsiin verrattuna Amer on hyvin pieni tekijä Kiinassa, sillä ANTA:lla on yli 10 000 myymälää Kiinassa. ANTA:n liikevaihto kasvoi vuonna 2018 44 %, kun taas Amerilla liikevaihto kasvoi vain 4 %. Joten jo pelkästään Amerin ostajaan vertaillen hahmottuu koko ero maailmalla toimiviin urheilujätteihin. (Honkamaa 2019; Kajaani 2018)

Taulukko 2 mukaelma Amer Sportsin verrokkiryhmän arvostuskertoimista (Inderes 2018)

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo M€	Yritysarvo M€	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto %		P/B
				2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
Nike	73,34	102383	5419	24,3	22,7	22,3	19,5	28,4	24,4	1,9	2,2	4,6
VF	76	26509	29476	21,3	18,0	17,5	15,4	24,3	20,5	2,3	2,5	8,1
Lululemon Athletica	113,87	13250	12631	29,4	20,7	24,4	17,7	45,0	30,9			9,7
Adidas	195,45	39164	38094	16,2	14,1	13,4	11,8	23,4	20,3	1,6	1,9	5,8
Columbia Sportswear	88,37	5360	4985	17,5	15,8	14,7	13,4	24,4	21,7	1,0	1,1	3,5
Mizuno	2490	516	538			10,8	5,7	34,6	11,4	2,0	2,0	0,7
Puma	454	6846	6613	19,5	15,6	15,8	12,9	35,1	26,4	0,7	1,0	4,1
Amer Sports	38,37	4414	4846	20,7	18,3	16,1	14,9	28,8	24,4	2,0	2,1	4,7
Keskiarvo				20,9	16,7	15,4	12,9	29,3	22,3	1,5	1,8	4,4
Mediaani				17,5	15,6	14,7	12,9	24,3	20,3	1,3	1,5	3,5
Ero keskiarvoon				-1%	10%	5%	16%	-2%	10%	33%	17%	7%
Ero mediaaniin				18%	17%	10%	16%	19%	20%	54%	40%	34%

Inderesin vuonna 2018 joulukuussa tekemästä analyysistä käy ilmi (taulukko 2), että Amer Sportsin tunnusluvut menevät lähelle keskiarvo lukuja, mutta Amer on mediaanin yläpuolella selkeästi. Markkina-arvoltaan Amer Sports on pienempi kuin monet sen kilpailijat. Verrattuna kilpailijoihin Amer Sportsilla yritysarvo eli velaton arvo on suurempi kuin sen markkina-arvo. Useilla sen kilpailijoilla yritysarvo on alhaisempi, kuin itse markkina-

arvo. Tämä tarkoittaa sitä, että markkina-arvon ollessa velatonta arvoa suurempi, on yrityksen likvidit varat korollisia velkoja suuremmat.

Amer Sportsin EV/EBIT-luvut vuosina 2018 ja 2019 ovat 20,7 ja 18,3. Luvut ovat hyvin lähellä keskiarvoa 20,9 ja 16,7. Mediaanilukuihin 17,5 ja 15,6 verrattuna Amer Sportsin luvut ovat noin 17-18% korkeammalla tasolla. EV/EBITDA-lukujen ennuste vuosille 2018 ja 2019 ovat 16,1 ja 14,9. Nämä ovat myös lähellä keskiarvoja 15,4 ja 12,9. Mediaanilukuihin 14,7 ja 12,9 verrattuna Amer Sportsin tunnusluvut ovat vuonna 2018 9% ja vuonna 2019 16% korkeammalla tasolla. Vuosien 2018 ja 2019 P/E-luvut Amerilla olivat 28,8 ja 24,4. Keskiarvot olivat 29,3 ja 22,1 ja mediaanit 24,3 ja 20,3. P/E luvuiltaan Amer on 18% mediaanin yläpuolella vuonna 2018 ja vuonna 2019 20%. Osinkotuotto prosentti olisi ollut vuosina 2018 ja 2019 ollut 2,0% ja 2,1%. Osinkotuotto prosentti Amer Sportsilla ennusteen mukaan olisi saattanut parempi kuin alan keskivertoon tai mediaaniin verrattuna. Keskiarvot vuosina 2018 ja 2019 ovat noin 1,5% ja 1,8% ja mediaani 1,3% ja 1,5%. Mediaaniin verrattuna Amerin osinkotuotto prosentti olisi vuonna 2018 ollut 54% parempi ja vuonna 2019 40%. Todellisuudessa Amer Sports ei maksanut ollenkaan osinkoa osakkeenomistajille vuonna 2018 vedoten ostotarjoukseen. P/B-luku Amerilla vuonna 2018 olisi 4,7, kun keskiarvo olisi 4,4 ja mediaani 3,5. Amerin P/B-luvun arvioidaankin olevan 34% korkeammalla tasolla verrattuna mediaaniin. Tunnusluvut menevät hyvin lähelle Amer Sportsin verrokkitason keskiarvoja, mutta mediaaneihin verrattuna sen tunnusluvut ovat selkeästi korkeammalla tasolla. (Kajaani 2018; Amer Sports vuosikatsaus 2018)

4.2.2 Arvio ostotarjouksesta

Inderes arvioi, että Amerilta voisi kestää vuosia päästä ostotarjouksen kurssitasolle omalla operatiivisella toiminnalla. Inderes myös arvioi, että osake olisi saattanut laskea tulevaisuudessa, jos ostotarjous ei olisi toteutunut. Tämän takia Inderesin arvion mukaan ostotarjous on erittäin hyvä ja se suositteli omistajia tarttumaan tarjoukseen. Myös Amer Sportsin hallitus oli suositellut yksimielisesti tarjouksen hyväksymistä. Inderesin suosituksena ennen ostotarjouksen julkistamista oli vähentää Amer Sportsin painoa osakesalkussa. Tavoitehintana oli ollut 33 euroa osakkeelta. (Kajaani 2018)

Amer Sportsista tehtyä ostotarjousta voidaan pitää hyvänä, vaikka todennäköisesti Amerin kasvu olisi jatkunutkin tulevaisuudessa ja kurssi lähtikin nousuun ostotarjouksen seurauksena ja oli jopa hetkellisesti lähes 44 euroa osakkeelta, olisi se ostotarjouksen epäonnistuksessa varmasti laskenut lähelle aiempaa tasoa. Toisaalta pitkäjänteiselle sijoittajalle ostotarjous saattoi olla huono. Monet Amer Sportsin kilpailijoista ovat markkina-arvoltaan huomattavasti isompia, joten mahdollisesti Amer Sportsin olisi voinut saavuttaa korkeamman markkina-arvon tulevaisuudessa. Amer Sportsin vuoden 2017 tilinpäätöstiedotteesta

selviää, että vuoden 2018 tavoitteet olivat panostaa pysyvästi kannattavaan kasvuun esimerkiksi Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Amerilla oli myös pitkän tähtäimen tavoitteita kasvuun ja toiminnan kehittämiseen liittyen. Amer siis uskoi kasvun jatkuvan vielä tulevaisuudessa, mitä tukee myös se, että kiinalainen keskiluokka vaurastuu kovaa vauhtia ja heidän elintasonsa nousee, joten heidän vapaa-ajan vietto tapansa lisääntyvät ja monipuolistuvat. Tämä lisäksi varmasti erilaisten urheilutuotteiden kysyntää Kiinassa. Mielenkiintoista onkin, että ostotarjous tuli kiinalaisilta, joten hekin todennäköisesti hekin uskovat tulevaisuudessa kasvuun Kiinassa. Voikin siis olla mahdollista, että Amer Sportsin onnistuessa strategiassaan, olisi se pitkällä tähtäimellä mahdollisesti saavuttanut sellaisen kasvun, että osakekurssi olisi noussut reilusti yli 40 euron. Tähän kuitenkin olisi saattanut mennä useita vuosia ja se olisi voinut olla hyvinkin haasteellista. Amer Sportsin hallituksen lausunnossa mainitaan, että ostotarjous tarjoaa Amer Sportsille mahdollisuuden kasvaa Kiinassa nopeammin. Länsimaalaisille yhtiöille Kiinan markkinat ovat yleensä olleet hieman haasteelliset, joten ANTA Sportsin avulla Amer Sports tulee selviytymään Kiinassa paremmin. Hallitus arvioi, että sijoittajakonsortio pystyy tarjoamaan lisää pääomaa ja resursseja, josta on tulevaisuudessa hyötyä Amer Sportsille sen liiketoiminnassa. Amer Sports siis itsekin todennäköisesti uskoi, että menisi vuosia ennenkö se saavuttaisi 40 euron arvostuksen osakkeelta. Lähtökohtaisesti voidaankin ostotarjousta pitää hyvänä, sillä se tarjosi nyt sijoittajille summan, minkä saavuttamiseen olisi Helsingin pörssissä vielä mahdollisesti mennyt useita vuosia. Amer Sportsin pääkonttorin on ainakin toistaiseksi luvattu pysyvän Suomessa sekä se tarjoaa edelleen työpaikkoja Suomessa, joten jos Amer Sports saavuttaa kasvua esimerkiksi Kiinassa, voi siitä olla tavalla tai toisella edelleen hyötyä suomalaisille. (Amer Sports pörssitiedote 2018; Honkamaa 2019)

4.1 Kotipizza Group Oyj

Kotipizza Group Oyj on vuonna 1987 vuonna perustettu ravintola-alan yritys, joka oli listattuna Helsingin pörssiin. Kotipizza Group-konserniin kuuluvia yrityksiä ovat Kotipizza Oyj, joka hallinnoi Kotipizza-ravintolaketjuja, hankinta- ja logistiikkayritys Helsinki Foodstock Oy, Chalupa Oy, joka hallinnoi Chalupa-ravintolaketjua, The Social Burger Joint Oy, joka hallinnoi Social Burgerjoint-ketjua sekä uusimpana No Pizza- ravintolakonsepti. Vuoden 2018 loppupuolella Norjalainen Orkla ASA teki vapaaehtoisen julkisen käteisostotarjouksen tarjoten 23 euroa osakkeelta mikä tarkoittaa 146 miljoonan euron ostohintaa. Hallitus suositteli yksimielisesti osakkeenomistajia hyväksymään ostotarjouksen. Ostotarjouksen preemio verrattuna osakkeen 21.11.2018 päivän päätöskurssin 16,60 euroon oli 28,6% ja edeltävän 3 kuukauden painotetun keskikurssin 17,02 euroon verrattuna 35,2% ja kahdentoista kuukauden keskikurssin 15,50 euroon verrattuna 48,4%. (Kotipizza Group tarjousasiakirja 2018)



Kuva 3 Kotipizza Oyj:n osakekurssi vuosina 2016-2019 (Markets insider 2019)

4.1.1 Kotipizza Group Oyj verrattuna kilpailijoihin

Kotipizzalla on lukuisia kilpailijoita Suomessa, jos kilpailijoina pidetään kaikkia yksityisyrittäjien pizzerioita ja muita pikaruokaravintoloita. Mutta koska Kotipizza oli listattuna pörssiin, on helpompi vertailla pörssiin listattuja yrityksiä. Inderesin mukaan Kotipizzan osakkeen P/E-luku on pörssissä olonsa aikana ollut noin 15. Ostotarjouksen 23 euron perusteella P/E-luku Inderesin ennusteella olisi vuosina 2018 ja 2019 ollut noin 24 ja 20. (Kaajaani 2018)

Taulukko 3 mukaelma Kotipizzan verrokkiryhmän arvostuskertoimista (Inderes 2018)

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo M€	Yritysarvo M€	EV/EBIT		EV/EBITA		P/E		Osinkotuotto %		P/B
				2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
Restamax	8,60	157	305	29,1	12,2	8,8	6,6	21,0	10,5	4,2	4,8	2,4
Mcdonald's	182,72	123746	149504	18,7	18,1	16,2	15,8	23,6	22,2	2,3	2,5	-
Carrols Restaurant	11,74	377	606	17,1	15,1	6,6	6,1	33,2	27,8	-	-	-
Yum! Brands	87,03	23877	32230	20,5	18,9	19,0	17,6	23,4	22,9	1,7	1,9	-
Dominos's Pizza	268,60	1415	1644	14,8	13,4	112,7	11,5	16,4	14,7	3,6	3,9	34,6
Kotipizza	23,00	146	154	19,1	15,9	16,2	13,8	23,8	20,1	3,0	3,3	4,4
Keskiarvo				21,7	18,6	14,5	13,3	27,8	24,1	2,5	2,8	8,1
Medi-aani				18,7	16,5	14,7	12,7	22,2	20,2	2,1	2,1	6,4
Ero keskiarvoon				-12%	-15%	12%	4%	-14%	-17%	20%	18%	46%
Ero mediaaniin				2%	-4%	10%	8%	7%	0%	43%	57%	-31%

Inderesin ennusteisiin perustuvassa (taulukko 3) Kotipizzan verrokkiryhmän vertailussa, Kotipizzan tunnusluvut menevät ostotarjouksen hinnalla melko lähelle mediaaneja, mutta keskivertoihin verrattaessa on hieman enemmän eroavaisuuksia. Markkina-arvoltaan Kotipizza on pienempi, mutta verrokkiryhmässä on monia kansainvälisiä toimijoita, mutta joilla on toimintaa Suomessa tai muualla Pohjoismaissa. Kotipizzan EV/EBIT luvut vuosina 2018 ja 2019 ovat 21,1 ja 15,9, kun keskiarvot ovat 21,7 ja 18,6 ja mediaanit 18,7 ja 16,5. EV/EBIT- luvut menevätkin lähelle mediaaneja molempina vuosina. Vuonna 2018 EV/EBIT luku on 2% mediaanin yläpuolella ja vuonna 2019 se on 4% mediaanin alapuolella. EV/EBITDA-luvut vuosina 2018 ja 2019 ovat 16,2 ja 13,8, ja nekin menevät lähelle keskiarvolukuja 14,5 ja 13,3 sekä mediaaneja 14,7 ja 12,7. Vuonna 2018 EV/EBITDA on 10% mediaanin yläpuolella ja vuonna 2019 8%. P/E-luvut vuosina 2018 ja 2019 olivat 23,8 ja 20,1, joten vuonna 2018 Kotipizzan P/E-luku on 7% mediaanin yläpuolella, mutta vuonna 2019 se täysin samalla tasolla mediaanin kanssa. Osinkotuottoprosentti Kotipizzalla on parempi keskiarvoon ja mediaaniin verrattuna molempina vuosina. Vuonna 2018 Kotipizzan osinkotuottoprosentti oli 43% korkeammalla tasolla verrattuna mediaaniin ja vuonna 2019 se on 57% korkeammalla mediaania. P/B-luku 4,4 on huomattavasti keskiarvon 8,1 ja mediaanin 6,4 lukua alhaisempi. Se on 31% alhaisemmalla tasolla verrattuna mediaaniin.

Näiden lukujen mukaan Kotipizza suoriutuu hyvin kilpailijoihinsa nähden, vaikka osa kilpailijoista onkin suuria miljardien arvoisia yhtiöitä. Suomessa ei ole monia suuria kansainvälisiä ketjuja, jotka olisivat olleet uhkana Kotipizzalle. Suomessa suurimpia kansainvälisiä ketjuja on esimerkiksi McDonald's, Subway ja Burger King. Monet kansainväliset ketjut ovat kuitenkin keskittyneet lähinnä pääkaupunkiseudulle, vaikka toki ravintoloita löytyisikin ympäri Suomea. Kotipizza olikin vuonna 2016 Suomen toiseksi suurin pikaruokaketju heti Hesburgerin jälkeen. Vuonna 2016 julkaistussa Kauppalehden Antti Mustosen artikkelissa Kotipizza arvioi, ettei Subway tai Hesburger ole heidän suurimpia kilpailijoitaan. He kokevat suorimmaksi kilpailijokseen itsenäiset ketjuun kuulumattomat pizza- ja kebabravintola yrittäjät, joita löytyy lukuisia määriä ympäri Suomea. Kotipizza ei myöskään ollut tuolloin huolissaan kansainvälisistä toimijoista, kuten Yum Brands Inc:n Suomessa toimivasta Pizza Hutista eikä siitä, jos kansainvälinen Domino's Pizza rantautuisi Suomeen. Näiden kommenttien perusteella voisikin olettaa, että Kotipizza koki tulevaisuudessa pärjäävänsä kilpailussa hyvin. (Inderes 2017; Mustonen 2016)

4.1.2 Arvio ostotarjouksesta

Kotipizza listautui pörssiin vuonna 2015, joten sen elinkaari Helsingin pörssissä oli melko lyhyt. Sen osakekohtainen merkintähinta oli listautumisessa 5 euroa osakkeelta.

Listautumisessa oli kuitenkin ongelmia, koska Kotipizza joutui pidentämään antiaikaa sekä alentamaan merkintähintaa. Alun hankaluuksien jälkeen Kotipizza on menestynyt Helsingin pörssissä hyvin. Se on ollut esimerkiksi hyvä osingonmaksaja sijoittajilleen, kun vuosina 2016 sen osinkotuotto oli 4,5% ja vuonna 2017 4,3%. Kotipizza oli siis saavuttanut hyvän kasvun muutamassa vuodessa, kun ennen ostotarjouksen julkistamista sen päätöskurssi oli 16,60 euroa. Kotipizzan liikevaihto oli kasvanut noin 20 prosenttia vuosittain. Inderes arvioi ostotarjouksen oleva hyvä, koska Kotipizzalla kestäisi todennäköisesti vielä vuosia saavuttaa omalla liiketoiminnallansa ostotarjouksen 23 euron arvostustaso. Inderes kuitenkin kehotti omistajia odottamaan rauhassa, miten ostotarjous etenee ja vihjaisi mahdollisesta toisesta ostotarjouksesta, vaikka piti tätä epätodennäköisenä. Inderes oli pitänyt Kotipizzan osakkeen tavoitehintaa ennen ostotarjousta 20 eurossa ja suosituksena sijoittajille oli lisätä Kotipizzan osakkeita. (Heurlin 2015; Kajaani 2018)

Kotipizza onnistui alun vaikeuksista huolimatta saavuttamaan huimaa kasvua, joka olisi voinut mahdollisesti jatkua myös tulevaisuudessa. Lähtökohtaisesti ostotarjouksen 23 euroa osakkeelta on hyvä sijoittajien kannalta, sillä listautumishinta vuonna 2015 oli 5 euroa osakkeelta. Joten jos osakkeet hankki tuolloin, sai osakkeenomistaja hyvän tuoton osakkeiltaan. Toisaalta jos osakkeet oli hankkinut hieman ennen ostotarjousta, tarjous ei välttämättä vaikuttanut niin hyvältä. Toisaalta kuten Inderes arvioi, että Kotipizzalla kestäisi todennäköisesti vuosia ennenkö osake olisi nousut ostotarjouksen 23 euron tasolle, joten sijoittaja olisi joutunut odottamaan vielä vuosia. Kotipizzan toimitusjohtaja Tommi Tervanen kommentoi ostotarjousta Pörssitiedotteessa 22.11.2018: ”Orkla on johtava brändejä rakentava yritys Pohjoismaissa, mikä tarjoaa suuria mahdollisuuksia ja tukea Kotipizzan tulevaisuuden kasvulle. Yhdessä nämä kaksi yritystä tulevat olemaan hyvässä asemassa vastatakseen muuttuviin kulutustottumuksiin”. Hallitus arvioi myös ostotarjouksen tarjousasiakirjassa, että käteisvastike tarjoaa osakkeenomistajille suuremman varmuuden osakkeiden arvon realisoinnissa verrattuna siihen, jos Kotipizza olisi jäänyt itsenäiseksi yhtiöksi. Näiden kommenttien perusteella voisi päätellä, että ostotarjous oli hyvä asia sijoittajien kannalta. Tervasen kommentista voisi päätellä, että hän uskoo Kotipizzan kasvun onnistuvan paremmin Orklan omistuksessa. Hän myös viittaa muuttuviin kulutustottumuksiin, joten ehkä Kotipizza kuitenkin näki tulevaisuudessa haasteita ja näin ollen ostotarjous tarjosi parempia mahdollisuuksia Kotipizzalle, mutta myöskin mahdollisesti sijoittajalle, jotka säästyivät mahdollisesti haasteiden tuomista epävarmuustekijöistä. (Pörssitiedote Kotipizza Group Oyj 2018; Kotipizza tarjousasiakirja 2018)

4.2 Pöyry Oyj

Pöyry oli vuodesta 1997 asti Helsingin pörssissä listattu kansainvälinen konsultointi- ja suunnitteluyhtiö. Pöyryllä oli toimintaa 40 maassa ja sen liikevaihto vuonna 2018 oli 580

miljoonaa euroa. 10.12.2018 ruotsalainen energia-, teollisuus- ja infrastruktuuritoimialan insinööri- ja suunnitteluyritys ÅF AB (publ) teki vapaaehtoisen käteisostotarjouksen Pöyryn kaikista osakkeista tarjoten 10,20 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaa noin 611 miljoonan euron ostohintaa. Ostotarjouksen preemion Pöyryn 7.12.2018 päätöskurssin 7 euroon verrattuna on 45,7%. Kolmen kuukauden painotetun keskimurssin 7,49 euroon verrattuna 36,2% ja kahdentoista kuukauden painotetun keskimurssin 6,36 euroon verrattuna 60,3%. ÅF:n tarkoituksena on yhdistää Pöyry osaksi ÅF:n toimintoja ja ÅF ja Pöyry tulevat jatkossa toimimaan ÅF Pöyry- brändin alla ja Pöyryn kotipaikka tulee siirtymään Ruotsiin. (Pöyryn tarjousasiakirja 2018)



Kuva 4 Pöyryn osakekurssi vuosina 2010-2019 (Marketscreener 2019)

4.2.1 Pöyry Oyj verrattuna kilpailijoihin

Vuoden 2019 ennusteilla P/E-luku ostotarjoushinnalla olisi noin 17-18 ja EV/EBITDA noin 10, mitkä Inderesin mukaan olivat tuon hetkisen markkinatilanteen mukaan korkeita. Inderesin suosituksena ennen ostotarjousta on ollut lisätä osakkeiden määrää ja tavoitehinta osakkeelle on ollut 8,40. Pöyryllä oli vahva markkina-asema ydinliiketoiminnoissa, mutta Inderes arvioi, että sen kannattavuudessa olisi ollut parannettavaa. Tulevaisuuden näkyvien kuitenkin arvioitiin olevan lähtökohtaisesti hyvät. Kuitenkin kilpailun kiristyminen on mainittu yhtenä riskitekijänä. (Kinnunen 2018)

Pöyryllä on lukuisia kilpailijoita Pohjoismaisella tasolla sekä maailmanlaajuisesti. Pöyryn kilpailijoiksi medioissakin on nostettu Pöyryn ostanut ÅF sekä ruotsalainen Sweco, sillä ne ovat sijoittajaprofiililtaan samankaltaisia, mutta ne ovat suoriutuneet Pöyryä paremmin.

Taulukko 4 mukaelma Pöyryn verrokkiryhmän arvostuskertoimista (Inderes 2019)

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo M€	Yritys-arvo M€	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto %		P/B
				2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	
Sweco	195,80	2277	2518	16,4	15,4	13,9	13,1	19,7	18,1	2,8	3,0	3,5
ÅF	159,70	1202	1184	10,3	8,9	9,3	7,8	15,0	13,8	3,3	3,7	2,4
Fluor	36,17	4479	4442	10,7	7,4	7,4	5,7	19,5	12,1	2,3	2,3	1,6
Sinopec	7,60	3751	1950	6,6	4,5	5,1	3,6	13,0	9,6	3,8	5,1	1,1
Semcon	47,95	87	83	7,2	6,1	6,5	5,7	9,6	8,3	5,5	6,1	1,5
Pöyry	10,20	611	505	9,9	9,7	9,2	9,9	17,0	15,5	2,9	3,2	3,1
Keskiarvo				14,5	10,7	11,2	8,8	18,0	13,6	2,7	3,1	2,2
Mediaani				13,3	10,2	11,1	8,3	17,4	13,4	2,3	3,0	2,0
Ero keskiarvoon				-32%	9%	-18%	13%	6%	14%	7%	3%	40%
Ero mediaaniin				-26%	-5%	-17%	19%	-2%	16%	26%	7%	55%

Inderesin tekemästä verrokkiryhmä arvostuksesta (taulukko 4) selviää, että ostotarjouksen 10,20 euron hinnalla Pöyryn tunnusluvut eivät ole täysin linjassa mediaaneihin verrattuna. Pöyryn EV/EBIT-luvut vuosina 2019 ja 2020 ovat 9,9 ja 9,7, kun keskiarvot ovat 14,5 ja 10,7 sekä mediaanit 13,3 ja 10,2. EV/EBIT-luvut ovat vuonna 2019 26% alle mediaanin ja vuonna 2020 5% alle mediaanin. EV/EBITDA-luvut vuosina 2019 ja 2020 ovat 9,2 ja 9,0. Vuoden 2019 keskiarvo on 11,2 ja mediaani 11,1, jolloin Pöyryn EV/EBITDA-luku on 17% alle mediaanin. Vuoden 2020 arvioitu EV/EBITDA olisi 9,0, keskiarvo 8,8 ja mediaani 8,3, joka tarkoittaa sitä, että Pöyry olisi 19% mediaanin yläpuolella. Vuoden 2019 P/E luku 17 on noin 2% alle mediaanin, joten se on hyvin lähellä verrokkien tasoa. Vuoden 2020 P/E-luku olisi saattanut olla 15,5, joka olisi 16% mediaania korkeammalla tasolla. Osinkotuoton ennuste vuonna 2019 on 2,9 mikä olisi 26% mediaanin yläpuolella, kun se vuoden 3,2% osinkotuoton 2020 arviolla olisi enää vain 7% mediaanin yläpuolella. P/B-luvun arvio vuodelle 2019 on 3,1, mikä on 55% mediaanin yläpuolella. Ostotarjouksen hinnalla arviotuna tulevaisuudessa Pöyryn EV/EBIT ja EV/EBITDA luvut olisivat todennäköisesti olleet hieman alhaisemmalla tasolla verrattuna sen verrokkiryhmään. (Kinnunen 2019)

Inderesin 14.11.2018 julkaistussa Pöyryn seurannan aloitus raportissa todetaan, että Pöyryn arvostus suhteessa sen kilpailijoihin on alhaisempaa, vaikka sen tulevaisuuden

näkymät olivat positiiviset. Verrattuna ostotarjouksen 10,20 eurolla tehtyyn verrokkiryhmien vertailuun (taulukko 4), Pöyryn EV/EBIT ja EV/EBITDA luvut olivat sen osakekursilla laskettuna vuodelle 2019 7,2 ja 6,6, jolloin EV/EBIT oli 30% alle mediaanin ja EV/EBITDA oli 23% alle mediaanin. Ostotarjouksen hinnalla arvioituna Pöyry tulee lähemmäs sen verrokkiryhmän tasoa. P/E-luku vuoden 2018 ennusteella olisi ollut 12,8, mikä olisi ollut 4% alle mediaanin, kun se ostotarjouksen hinnalla arvioituna olisi ollut 17. (Kinnunen 2018)

Vuoden 2008 finanssikriisi aiheutti Pöyrylle ongelmia, jonka seurauksena vuonna 2012 Pöyry aloitti muutosohjelman. Ohjelma alkoi tuottamaan tulosta ja vuoden 2018 arvioitiinkin olevan käännteentekevä vuosi ja vuodelle 2019 näkymät. Tulevaisuuden näkymien arviointiin olevan melko hyvät erilaisista epävarmuustekijöistä huolimatta ja piti Pöyryn alhaisempaa arvostusta verrattuna sen verrokkeihin ymmärrettävänä. (Kinnunen 2018, 2, 37)

4.2.2 Arvio ostotarjouksesta

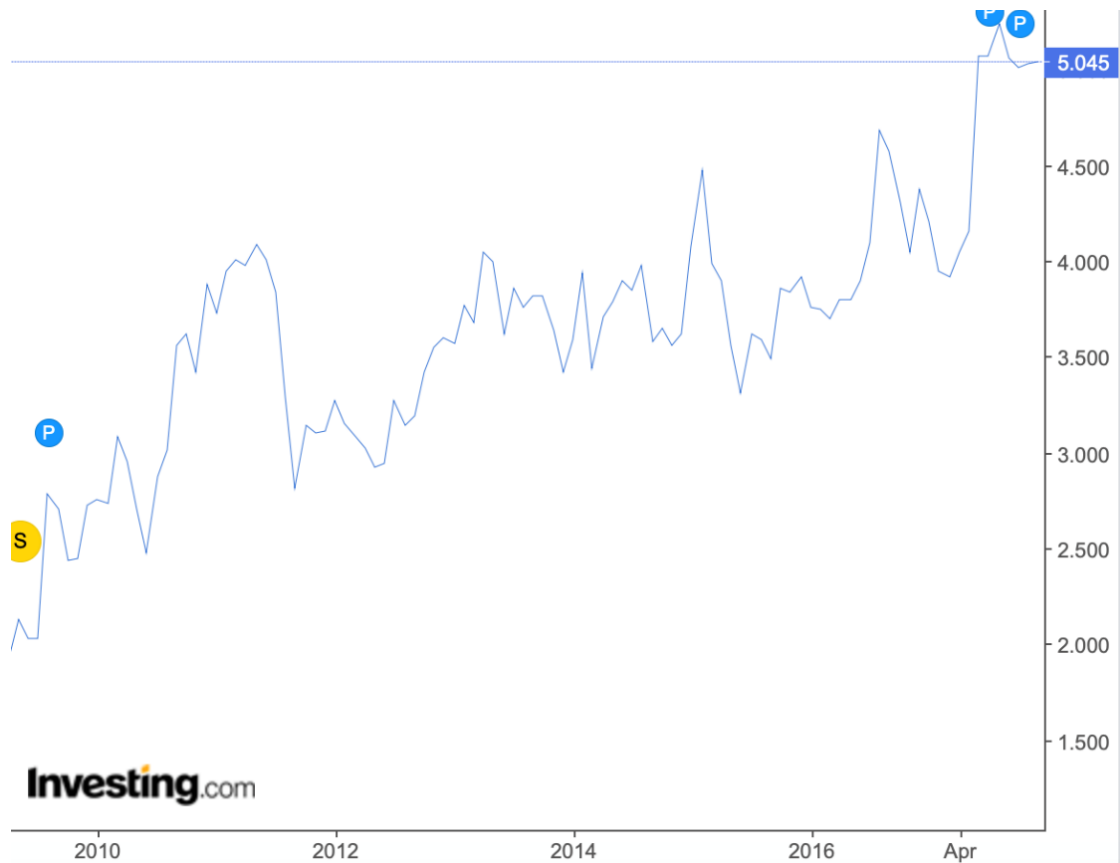
Pöyryn hallitus suositteli osakkeenomistajia yksimielisesti hyväksymään ostotarjouksen, mikä on merkki siitä, että Pöyryn hallitus piti ostotarjousta hyvänä. Myös Inderes suositteli ostotarjouksen hyväksymistä ja totesi sen olevan erittäin hyvä ja mainitsee osakemarkkinoilla tapahtuneiden reaktioiden viestineen, että ostotarjouksen hintaa pidetään hyvänä. Pöyryn osake on vuosia sitten ollut ostotarjouksen 10,20 euron tasolla, mutta ennen ostotarjousta sen osake oli pysynyt monta vuotta alle 7 eurossa. Yksi syy siihen, miksi osakkeenomistajat mielellään hyväksyivät ostotarjouksen saattaakin olla se, että ostotarjous mahdollisti osakkeenomistajille nopeasti reilun hinnan Pöyrystä. Ostotarjouksen julkistamisen jälkeen Pöyryn osake oli noussut nopeasti lähelle ostotarjouksen 10,20 euron tasoa. Inderes kuitenkin arvio, että jos ostotarjous olisi peruuntunut, olisi osake varmasti laskenut lähemmäksi sen aiempaa tasoa. Joten voisi olettaa, ettei lähitulevaisuudessa Pöyryn osake olisi noussut lähelle 10 euroa. Myös erilaiset tunnusluvut kertovat siitä, että Pöyryn arvostus on alhaisempaa verrattuna sen kilpailijoihin ja se olisi jatkunut myös tulevaisuudessa. Vasta ostotarjouksen hinnalla verrattuna Pöyryn tunnusluvut menisivät lähemmäs sektorin mediaania ja varsinkin vuonna 2020 Pöyry olisi lähempänä mediaania. Tunnuslukujen perusteella voikin olettaa, ettei Pöyry olisi omalla liiketoiminnallaan lähivuosina saavuttanut sektorin mediaanin tasoa. Ostotarjous tarjosi Pöyrylle paremman aseman, koska ÅF korosti ostotarjouksessa Pöyryn jatkavan osana ÅF:ää ja näin ollen ÅF Pöyryllä on yhdessä vahva markkina-asema. Pöyry olikin juuri ennen ostotarjouksen toteutumista tehnyt vahvan H2-tuloksen, joten ÅF sai Pöyryn hyvässä tulokunnossa. (Kinnunen 2018; Kinnunen 2019)

Tulevaisuudessa olisi voinut olla mahdollista, että Pöyryn osake olisi lähtenyt nousuun, jos se olisi tehnyt vahvaa tulosta vuosittain. Tähän kuitenkin olisi mennyt aikaa. Siksi ostotarjousta voidaan pitää hyvänä, koska tulevaisuudessa Pöyryllä oli kuitenkin näkyvissä monia epävarmuustekijöitä. ÅF teki ostotarjouksen juuri sopivalla hetkellä, sillä Pöyryn onnistuessa positiivisessa tuloskehityksessä tulevaisuudessa, olisi Pöyryn arvostus varmasti noussut ja 10,20 euroa osakkeelta ei olisi välttämättä riittänyt ostotarjouksen läpi saamiseksi. Ostotarjous tarjosi kuitenkin erittäin hyvän hinnan osakkeenomistajille, sillä Pöyryn kääntein tekemiseen olisi vaadittu monta tuloksellista vuotta. Myös jos sijoittaja jäi kaipaamaan Pöyryä, on ÅF Pöyryn osakkeita mahdollista ostaa helposti, sillä ÅF Pöyry on listattuna Tukholman pörssiin.

4.3 Sponda Oyj

Sponda on vuonna 1991 perustettu kiinteistösijoitusyhtiö, joka oli listattuna vuodesta 1998 lähtien Helsingin pörssiin. Vuonna 2017 amerikkalainen Blackstone Group Polar Bidco teki vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen tarjoten 5,19 euroa osakkeelta ja 0,12 euron osingon maksun jälkeen tarjous putosi 5,07 euroon. Ostotarjous on noin 1763 miljoonaa euroa eli 1,7 miljardia. Tarjouksen preemio verrattuna 2.6.2017 päivän päätöskurssiin oli 20,7% ja kolmen kuukauden painotetun keskipurssin 4,05 euroon verrattuna 28,1%. Tarjouksessa on myös 1,8% preemio EPRA NNAV:hen verrattuna, joka perustuu kolmen kuukauden jakson osavuositarkastukseen. (Sponda tarjousasiakirja 2017)

NAV (net asset value) tarkoittaa nettovarallisuutta eli kiinteistöomistuksen arvoa, josta on vähennetty nettovelat eli se kertoo minkä verran sijoittajat suurin piirtein saisivat, jos yritys lopettaisi liiketoimintansa tänään. EPRA (European public estate association) on pörssiin listattujen eurooppalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden etujärjestö. EPRA NAV puolestaan tarkoittaa sitä, että NAV:ista on oikaistu esimerkiksi kiinteistöjen laskennallinen verovelka. EPRA NNAV (triple net asset value) pitää sisällään laskennalliset verovelat ja se kertoo paremmin mitä sijoittajat saisivat, jos kiinteistöt myytäisiin pois. (Kinnunen J. 2018)



Kuva 5 Spondan osakekurssi vuosina 2010-2017 (Investing 2019)

4.3.1 Sponda verrattuna kilpailijoihin

Ostotarjous hetkellä listatut kiinteistösijoitusyhtiöt Euroopassa olivat arvostettu noin 5,1% alle EPRA NAV:in ja ostotarjouksen 5,19 eurolla Spondan arvostus menisi lähelle tätä tasoa, sillä sen arvostus olisi noin 5,6% alle EPRA NAV:in. Vuonna 2016 Inderesin analytikon Jesse Kinnusen blogi kirjoitus otsikolla ”Suomalaisten listattujen kiinteistöyhtiöiden aliarvostus historiallisesti korkea” esittää syitä aliarvostukselle. Toki yhtiöiden omalla toiminnalla on vaikutuksia, mutta muitakin syitä on monia. Esimerkiksi Suomen yleistalouden kehitys on heikkoa, kiinteistösijoitusmarkkinoilla on rakenteellisia ongelmia sekä tulevaisuuden näkymät ovat vaatimattomia mitkä osaltaan vaikuttavat siihen, että kiinteistösijoitusten arvostus Suomessa on alhaisemmalla tasolla verrattuna eurooppalaisiin verrokkeihin. Sponda toteutti vuoden 2016 maaliskuussa 221 miljoonan euron osakeannin, vaikka Spondan osakkeen arvostus oli 30% alle NAV:in. Uusien sijoittajien sijoittaessa yhtiöön alle sen osakkeen käyvän arvo, vanhojen osakkeen omistajien omistus käytännössä laimentuu. Markkinat siis saattavatkin ennakoida tätä, jonka takia NAV on alhaisemmalla tasolla. (Kinnunen 17.06.2016; Kinnunen 2017)

Taulukko 5 mukaelma Spondan verrokkiryhmän arvostuskertoimista (Inderes 2017)

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo M€	Yritysarvo M€	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto %		P/B
				2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
Fabege	165,20	2789	5112	35,9	27,2	32,0	28,5	30,3	25,7	2,6	2,7	1,1
Huvudstaden	149,90	3283	3883	22,7	26,7	28,2	26,7	34,1	30,1	2,3	2,4	1,2
Countrywide	10,05	1441	3923	16,5	17,9	18,5	18,1	12,0	11,1	4,5	4,6	0,7
Citycon	2,29	2027	4260	19,7	19,3	19,6	19,1	13,3	13,0	5,8	6,0	0,9
Klövern	3,47	548	1371	15,3	15,6	15,1	14,8	9,9	9,5	3,6	3,8	0,7
Sponda	5,19	1763	3578	21,1	19,1	21,1	19,1	15,5	15,2	3,9	3,9	0,9
Keskiarvo				23,2	22,5	23,5	22,2	20,2	18,7	3,5	3,6	1,0
Mediaani				19,4	18,9	19,8	19,1	16,7	16,7	3,2	3,3	1,0
Ero keskiarvoon				-9%	-15%	10%	-14%	-23%	-19%	11%	8%	-10%
Ero mediaaniin				9%	1%	7%	0%	-7%	-9%	22%	18%	-10%

Inderesin mukaan Spondaa on arvostettu alemmalle tasolle sen eurooppalaisiin verrokkeihin verrattuna, mutta ostotarjouksen hinnalla Spondan arvostus nousee sen verrokkien tasolle. Spondan tunnusluvut (taulukko 5) menevät hyvin lähelle sektorin mediaania.

EV/EBIT luvut vuosina 2017 ja 2018 ovat 21,1 ja 19,1, jolloin keskiarvoihin 23,2 ja 22,5 ja mediaaneihin 19,4 ja 18,8 verrattuna Spondan luvut ovat hieman korkeammat. Vuonna 2017 EV/EBIT on 9% korkeammalla tasolla ja vuonna 2018 se olisi enää vain 1% korkeammalla, jos verrataan sektorin mediaaniin. EV/EBITDA luvut vuosina 2017 ja 2018 ovat 21, ja 19,1, kun sektorin keskiarvot ovat 19,8 ja 14,9 sekä mediaanit 19,8 ja 19,1. Vuonna 2017 Spondan EV/EBITDA on 7% mediaania korkeammalla, mutta seuraavana vuonna se on samaa tasoa. P/E-luvut Spondalla on alhaisemmalla tasolla verrattuna mediaaniin. Vuonna 2017 P/E-luku 15,5 on 7% alle mediaanin ja vuoden 2018 P/E 15,2 on 9% alle mediaanin. Osinkotuotoltaan Sponda on selkeästi korkeammalla tasolla verrattuna sen kilpailijoihin. Vuosien 2017 ja 2018 arvioitu osinkotuotto prosentti oli 3,9% molemmille vuosille. Vuonna 2017 osinkotuotto prosentti olisi ollut 22% korkeammalla tasolla kuin sektorilla keskimäärin ja vuonna 2018 18% korkeammalla tasolla. P/B-luku Spondalla on 10% alle mediaanin. Ostotarjouksen hinnalla arvioituna, Spondan tunnusluvut menevät melko lähelle mediaania, mutta sillä on hieman parempi osinkotuotto prosentti, kuin sen kilpailijoilla.

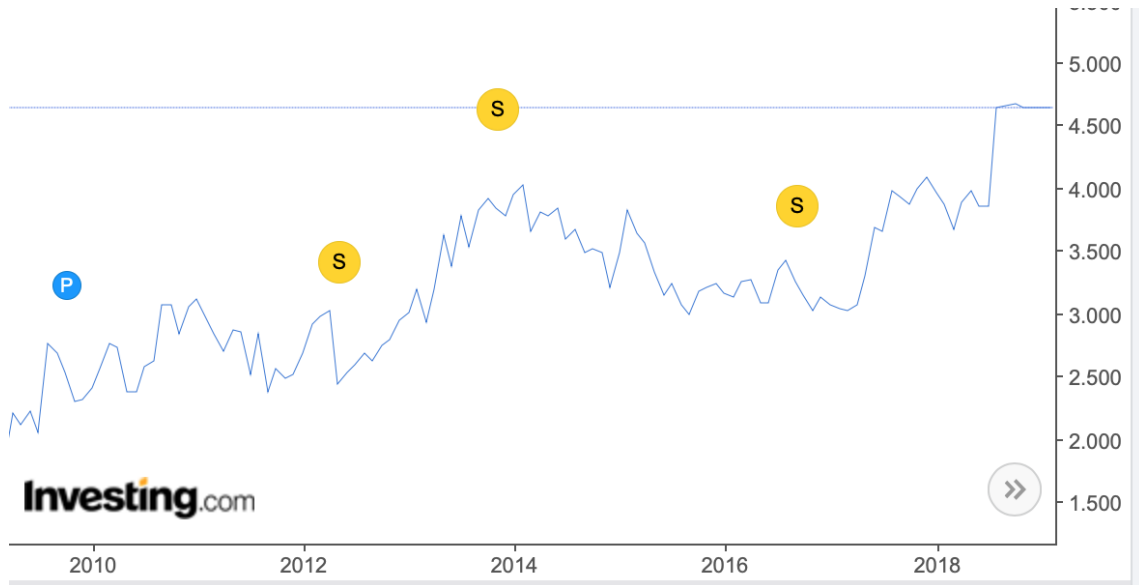
4.3.2 Arvio ostotarjouksesta

Sponda on ollut aliarvostettu sen sektoriin nähden, mutta ostotarjouksen 5,19 euroa nostaa sen kilpailijoidensa tasolle. Ostotarjous mahdollistikin osakkeenomistajille lyhyellä aikavälillä tarkasteluna reilun hinnan Spondan osakkeista. Spondan osakkeen ei odotettu nousevan lähivuosina, joten siihen nähden ostotarjous on hyvä. Spondan hallitus myös suositteli yksimielisesti ostotarjouksen hyväksymistä ja Spondan pääomistajat olivat sitoutuneet peruuttamattomasti hyväksymään ostotarjouksen. Spondan pääomistajilla oli 46,9% osakkeista hallussaan, joten ostotarjouksen läpimeno näytti menevän selkeästi läpi. Tämän voi tulkita siten, että hallitus sekä pääomistajat pitivät ostotarjousta reiluna osakkeenomistajille. Inderes myös arvioi ostotarjouksen olevan hyvä, sillä Spondan arvostustason nousu tulevaisuudessa olisi voinut kestää vuosia ja se olisi ollut hyvin haastavaa. (Kinnunen 2017)

Toisaalta Spondan osinkopolitiikka olikin monille sijoittajille syy sille, miksi he olivat sijoittaneet Spondaan. Spondan osinkopolitiikkaan onkin kuulunut maksaa tilikauden osakekohtaisesta operatiivisesta kassavirrasta noin 50% osinkoa, jos yhtiön taloudellinen tila on sen sallinut. Sijoittajat menettivätkin hyvän osingon maksajan, vaikkei muuten Spondan arvostustason kasvu lähitulevaisuudessa ei näyttänyt kovin todennäköiseltä. (Sponda)

4.4 Technopolis Oyj

Technopolis oli vuonna 1982 perustettu kiinteistöjen hallinnointiin ja vuokraukseen erikoistunut yhtiö. Sen osakkeet olivat listattuna Helsingin pörssissä vuodesta 1999, mutta vuoden 2018 syksyllä kiinteistösijoitusyhtiö Kildare Partners teki vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen tarjoten 4,65 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaa noin 729,7 miljoonan euron ostohintaa. Technopoliksen 27.8.2018 päivän päätöskurssin 4,09 euroon verrattuna preemio oli 13,7%, 3 kuukauden painotetun keskikurssin 3,89 euroon verrattuna 19,5% ja 12 kuukauden painotetun keskikurssin 3,92 euroon verrattuna 18,6%. EPRA NNNAV:hen verrattuna preemio oli 14,8%. (Technopolis pörssitiedote 2018)



Kuva 6 Technopolis osakekurssi vuosina 2010-2018 (Investing 2019)

4.4.1 Technopolis Oyj verrattuna kilpailijoihin

Technopoliksella oli hyvin samanlaiset kilpailijat kuin Spondallakin, sillä ne kuuluvat molemmat samaan sektoriin. Technopoliksen ostotarjous vastasi vuoden 2018 kesäkuussa raportoitua EPRA NAV:ia. Technopolis on Spondan tavoin kiinteistösijoitusyhtiö ja Indere-sin analyttikko Jesse Kinnunen mainitsee myös Technopoliksen blogitekstissään, joka käsittelee suomalaisten listattujen kiinteistöyhtiöiden aliarvostusta. Technopolis on myös toteuttanut vuosina 2012-2013 sekä 2016 osakeanteja, vaikka sen osake on ollut aliarvostettu. Tästä aiheutuu samanlaisia ongelmia osakkeenomistajille, kuin Spondankin kohdalla. Technopoliksen osakkeen markkinointiesitteessä 2016, Technopolis mainitsee strategisten tavoitteidensa vuoteen 2020 olevan ennallaan. Tavoitteina oli saavuttaa liikevaihdon ja käyttökateen vuotuisen 10% kasvun ja sijoitetun pääoman tuottotavoite oli vähintään 5,5%. Myös uusista investoinneista oli mainintoja, joten Technopolis ainakin tuolloin uskoi pärjäävänsä markkinoilla. (Kinnunen 2018; Technopolis 2016)

Taulukko 6 mukaelma Technopoliksen verrokkiryhmän arvostuskertoimista (Inderes 2018)

Yhtiö	Osake- kurssi	Mark- kina- arvo M€	Yri- tys- arvo M€	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto %		P/B
				2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Fabege	122,84	3814	6161	37	32,3	36,3	32,2	33,9	27,6	2,0	2,2	1,1
Hu- vudsta- den	143,50	3266	3930	17,5	25,9	27,1	25,6	30,9	28,3	2,6	2,7	1,0
Citycon	1,83	1621	3683	19,3	18,3	20,2	18,4	13,5	12,4	6,9	7,0	0,8
Klövern	12,40	1592	4376	18,8	19,0	19,6	19,1	11,5	11,0	3,7	3,9	0,7
Technopolis	4,65	730	1658	13,9	14,2	17,0	15,5	9,3	9,2	3,8	4,1	1,1
Kes- kiarvo				21,2	21,8	23,2	21,7	18,9	17,1	3,8	4,0	0,9
Mediaani				19,0	19,4	20,1	19,1	12,9	12,4	3,4	3,6	1,0
Ero kes- kiarvoon				-34%	-35%	-27%	-29%	-51%	-46%	0%	12%	22%
Ero me- diaaniin				-27%	-27%	-15%	-19%	-28%	-26%	12%	14%	10%

Technopoliksen tunnusluvut (taulukko 6) ovat selkeästi alhaisemmat, kuin sektorilla keskimäärin. Vuosien ennustetut 2018 ja 2019 EV/EBIT luvut 13,9 ja 14,2 ovat selkeästi alle keskiarvolukuja 21,2 ja 21,8 sekä mediaaneja 19,0 ja 19,4. Technopoliksen EV/EBIT-luvut ovat 27% ja 26% alle sektorin mediaanin. EV/EBITDA luvut vuosina 2018 ja 2019 Technopoliksella ovat 17,0 ja 15,5, jolloin ne ovat keskiarvolukuja 23,2 ja 21,7 sekä mediaanilukuja 21,1 19,1 alhaisemmalla tasolla. Vuosina 2018 ja 2019 EV/EBITDA luvut ovat 15% ja 19% alle mediaanin. P/E-luvut vuosina 9,3 ja 9,2, ovat 28% ja 26% alle mediaanin. Osinkotuotto taas Technopoliksella on 12% ja 14% korkeammalla tasolla verrattuna sektorin mediaaniin. P/B-luku Technopoliksella menee 10% mediaanin yläpuolelle. Technopolis on arvostukseltaan alle sektorin mediaanin, mutta sen osinkotuotto prosentti on Spondankin tavoin korkeammalla tasolla verrattuna sektoriin. Technopolis näyttää jäävän sektorin alapuolelle ostotarjoushinnalla arvioituna, joten se on selkeästi aliarvostettu sektoriin nähden, jos arvostusta tarkastellaan näiden tunnuslukujen mukaan.

4.4.2 Arvio ostotarjouksesta

Kuten Spondakin, Technopolis on aliarvostettu sen sektoriin nähden. Kiinteistösijoitusala on siis selkeästi aliarvostettu Suomessa, jos vertaa alan sektoriin missä on mukana ulkomaisia verrokkeja (taulukko 6). Premio on hyvin vaatimaton ja ostotarjouksessa tarjottu 4,65 euroa osakkeelta ei tuo Technopolista sen verrokkien tasolle arvostukseltaan.

Ostotarjous kuitenkin vastasi Technopoliksen kesäkuussa 2018 raportoitua EPRA NAV:ia minkä perusteella ostohintaa voi pitää kohtuullisena. Myös Inderes piti ostohintaa kohtuullisena sen hetkiseen markkinatilanteeseen nähden, mutta toisaalta ostohinta ei anna Technopoliksen konseptille tai palveluliiketoiminnalle kovinkaan merkittävää arvoa. Inderes ei kuitenkaan uskonut, että Technopolis olisi omalla operatiivisella toiminnallaan saavuttanut lähitulevaisuudessa ostotarjouksen 4,65 euron mukaista osakekurssin tasoa. Osakkeenomistajat siis saivat lyhyellä aikavälillä katsottuna kohtuullisen tuoton omistuksilensa. (Kinnunen 2018)

Technopoliksesta tarjottua hintaa voidaan pitää kohtuullisena, mutta hyvänä hintaa ei voi pitää. Premio on hyvin alhainen, joten se ei anna arvoa esimerkiksi Technopoliksen osaamiselle tai liiketoiminnalle. Toisaalta, Technopoliksen tapauksessa tulevaisuuden näkymät eivät ole olleet kovin positiiviset ja kiinteistösijoitusyhtiöiden markkinatilanne ei ole kovin hyvä. Siksi ostotarjous vaikuttaa kohtuulliselta, koska sijoittajat saivat edes jonkinlaisen tuoton osakkeistaan.

5 Yhteenveto

Kaikille ostotarjouksille yhteistä on se, että ostotarjoukset ovat olleet vapaaehtoisia. Kaikista ostotarjouksista löytyy myös selkeä premio ja useimmissa ostotarjouksissa premio on ollut yli 20% verrattuna päätöskurssiin ennen ostotarjouksen julkistamista. Premiot ovat olleetkin keskimäärin sitä tasoa, mitä Suomessa on maksettu julkisten ostotarjousten yhteydessä. Mikään yhtiö ei myöskään ollut lähellä konkurssia ja kaikkien toimialat olivat sellaisia, joilla on hyvät tulevaisuuden näkymät. Mikään ala ei siis ollut sellainen, jolle ei olisi ollut kysyntää tulevaisuudessa.

Monet tässä tutkimuksessa tarkastelluista yhtiöistä olivat kuitenkin sellaisessa taloudellisessa tilanteessa, että he suoriutuivat heikommin verrattuna kilpailijoihinsa. Joidenkin tarjousten kohdalla ostotarjouksessa tarjottu hinta toi heidät samalle tasolle kilpailijoiden kanssa. Voikin olettaa, että ostotarjouksen kohteiksi joutuvat yritykset ovat arvostukseltaan alhaisemmalla tasolla ja siten houkuttelevia ostokohteita. Myös tarjouksentekijät korostivat joissakin ostotarjouksissa, että heitä kiinnostaa laajentaa ja vahvistaa markkina-asemaansa Pohjoismaissa, minkä takia kohdeyhtiö on houkutteleva ostokohde. Varmasti se, että kohdeyhtiöiltä löytyi osaamista ja heillä oli toimintaa laajasti Pohjoismaissa, mutta ovat arvostukseltaan alhaisempia kuin kilpailijat johtivat siihen, miksi ostotarjous on tehty. Synergiaetuja monissa ostotarjouksissa olikin pääosin oman markkina-aseman vahvistaminen, kasvun lisääminen ja liiketoiminnan laajentaminen uusille alueille. Myös ostotarjouksen kohdeyhtiöille ostotarjoukset tarjosivat mahdollisuuksia, joihin he itsenäisinä yhtiöinä eivät olisi lähitulevaisuudessa pystyneet. Esimerkiksi Kotipizza saattaa onnistua tulevaisuudessa paremmin Orklan omistuksessa, sillä Orkla on iso toimija maailmanlaajuisesti ja se omistaa jo nyt monille suomalaisille tunnettuja brändejä.

Taulukko 7 yhteenveto ostotarjouksien premioista, verrattuna päätöskurssiin, 3 kk painotettuun keskikurssiin ja 12 kk painotettuun keskikurssiin

Yhtiö	€/osake	Ostohinta	Premio päätöskurssi	Premio 3kk	Premio 12kk
Affecto Oyj	4,55€	98 M€	29,30%	27,60%	48,50%
Amer Sports Oyj	40€	4,6 mrd. €	39%	43%	63%
Kotipizza Oyj	23€	146 M€	38,60%	35,20%	48,40%
Pöyry Oyj	10,20€	611 M€	45,70%	36,20%	60,30%
Sponda Oyj	5,19€	1,76 mrd. €	20,70%	28,10%	-
Technopolis	4,65	729,7 M€	13,70%	19,50%	18,60%

12 kuukauden painotettuun keskikurssiin verrattuna (taulukko 7) premiot näyttävät hyvin korkeilta, joten osakekurssi on yhtiöillä nousut 12 kuukauden aikana.

Kiinteistösjoitusyhtiöillä Spondalla ja Technopoliksella preemiot ovat alhaisempia, kuin muilla ostotarjouksen saanneilla yhtiöillä. Tämä johtuu kiinteistösjoitusalán alhaisesta arvostuksesta Suomessa. Preemiot eivät kuitenkaan kerro kaikkea, sillä ostotarjouksessa tulee ottaa huomioon myös tulevaisuuden näkymät. Useat tässä opinnäytetyössä esitellyt yhtiöt olisivat tuskin saavuttaneet lähitulevaisuudessa omalla operatiivisella toiminnallaan ostotarjouksen arvostustasoa. Ostotarjoukset siis mahdollistivat nopeamman pääsyn isommille markkinoille. Esimerkiksi Amerin on helpompaa toimia Kiinan markkinoilla kiinalaisessa omistuksessa.

Minkään ostotarjouksen kohdalla ei analyttikot antaneet ymmärtää, että ostotarjous olisi ollut jollakin tavalla ”pelastus” osakkeenomistajille. Kaikkien yhtiöiden kohdalla uskottiin kuitenkin jonkin verran siihen, että mahdollisuuksia itsenäisenä yhtiönä jatkamisessa olisi ollut. Kuitenkaan minkään yhtiön kohdalla ei ollut selkeitä suosituksia siitä, ettei ostotarjousta tulisi missään tapauksessa hyväksyä. Siksi voikin olettaa, että tarjoukset ovat olleet keskimäärin hyviä, muttei välttämättä ”jättipotteja”, vaikka esimerkiksi Amerista osakkeenomistajat saivatkin todella suuren voiton. Ostotarjoukset tarjosivat juuri tarjouksenteko hetkellä hyvän tuoton, mutta pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna ostotarjoukset eivät ehkä olleetkaan niin hyviä. Varsinkin pitkäjänteiselle sijoittajalle ostotarjoukset eivät välttämättä tarjonneet suurinta mahdollista tuottoa. Osa sijoittajista menetti myös yrityksiä, jotka maksoivat vuosittain hyvän osingon, vaikkei muuten yrityksillä ollut suuria kasvuodotuksia.

5.1 Johtopäätökset

Kaikissa tässä opinnäytetyössä esitetyissä julkisissa ostotarjouksissa yhteistä on se, että tarjouksissa on selkeä premio päätöskurssiin, 3 kuukauden keskikurssiin sekä 12 kuukauden keskikurssiin verrattuna. Korkea premio varmasti houkuttelee hyväksymään tarjouksen, varsinkin jos ei usko osakkeen arvon nousevan tulevaisuudessa lähelle ostotarjouksen tarjoamaa tasoa. Myös korkea premio mahdollistaa nopeasti hyvän tuoton osakkeelle. Ostotarjoukset olivat siis keskimäärin kohtuullisen hyviä, mutta tulevaisuuden näkymiä ja potentiaalia ei ole otettu kaikissa tarjouksissa tarpeeksi huomioon. Myös monet sijoittajat ovat saattaneet menettää sijoitussalkustaan yhtiön, jonka olivat hankkineet sinne siksi, että yritys maksoi hyvän osingon vuosittain.

Preemion perusteella voisi olettaa, että kaikki ostotarjoukset ovat olleet arvostukseltaan hyviä, mutta näin ei välttämättä ole, Joissakin tapauksissa tulevaa kasvupotentiaalia ei ole tarpeeksi huomioitu, sillä esimerkiksi jos Affecto olisikin onnistunut saavuttamaan kasvua, olisi ostotarjouksessa tarjottu 4,55 euroa muuttunut nopeasti alhaiseksi. Myöskään Technopoliksen ostotarjouksessa premio ei anna suurta arvoa Technopoliksen synergioille. Toisaalta taas esimerkiksi Amer tuskin olisi saavuttanut 40 euron osakekurssia moneen

vuoteen, koska tähän olisi vaadittu useita onnistuneita kasvun vuosia. Kuitenkin olisi voinut hyvin olla mahdollista, että Amerin osakekurssi olisi ollut tulevaisuudessa lähemmäksi 40 euroa. Amer Sportsin osakkeenomistajat saivat silti erittäin hyvän tuoton osakkeillaan, jos ostotarjousta arvioidaan lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä tarkasteltuna voidaan vaan spekuloida olisiko Amer onnistunut esimerkiksi Kiinassa omana itsenäisenä yhtiönä ja saavuttanut näin lisää kasvua tulevaisuudessa.

Op.median julkaisemassa artikkelissa ”yhtiö toisensa jälkeen poistuu Helsingin pörssistä on kyse” pohditaan syitä sille, miksi Helsingin pörssistä on viime vuosina poistunut lukuisia yhtiöitä ja millaisia seurauksia tällä voi olla. Yksi syy on se, että yhtiöiden orgaaninen kasvu on ollut alhaista viime vuosina ja ostajilla on ollut rahaa ostaa sekä monien ostotarjouksen kohteeksi joutuneiden yhtiöiden arvostustaso on ollut alhaista. Hyväksi asiaksi mainitaan se, että vaikka yrityksen päätöksenteko siirtyy pois Suomesta, voi silti ulkomaalainen omistaja tulevaisuudessa investoida Suomeen ja näin entisestä Helsingin pörssin yhtiöstä on jatkossakin hyötyä suomalaisille. Ongelmiksi mainitaan se, että jos pörssistä poistuu arvokkaita yhtiöitä, niin Helsingin pörssin yhteenlaskettu markkina-arvo pienentyy. Varsinkin kun uudet listautujat ovat pienempiä, kuin pörssistä poistuneet yhtiöt ja viime aikoina Helsingin pörssiin listautuneita on hyvin vähän. Tämän seurauksena sijoittajille ei ole tarjolla yhtä monipuolisesti vaihtoehtoja ja tämä saattaa vaikuttaa negatiivisesti kaupankäymiseen. Vaikka ostotarjous saattaakin sijoittajalle olla ilouutinen, ei tule unohtaa sitä, että sijoittajat joutuvat maksamaan veroja ostotarjouksesta saaduista voitoista. (Taipale 2019)

Vaikka ostotarjoukset ovat olleet osakkeenomistajille lähtökohtaisesti hyvä asia, ei kokonaisvaikutuksia voi olla pohtimatta. On puhuttu Helsingin pörssin ”ulosvirtauksesta”, sillä uusia yhtiöitä listautuu huomattavasti vähemmän kuin mitä pörssistä poistuu sekä siitä, että suomi on muuttumassa tytäryhtiötaloudeksi. Monet ostotarjouksen kohteeksi joutuneet yhtiöt ovat olleet arvostukseltaan alhaisia ja ostajilla on ollut rahaa, mikä tietysti on yleisin syy ostotarjouksien määrään. Kauppalehden toimituspäällikön Jari Saarion kolumnissa ”Pörssivuotoon on yksi selkeä ratkaisu” Helsingin pörssin suurimmaksi ongelmaksi mainitaan sen epälikvidiys, koska monien yhtiöiden osakkeilla ei käydä juurikaan kauppaa. Pörssin pääomamarkkinat eivät toimi kunnolla ja siksi monien pörssiyhtiöiden arvostus on alhainen. Suomalaiset pitäisi saada kiinnostumaan sijoittamisesta, jotta pörssiin virtaisi enemmän pääomia. (Saario 2019)

Vaikka ostotarjoukset ovatkin positiivinen yllätys sijoittajalle, tulisi Suomessa alkaa pohtimaan syitä sille, miksi yhtiöt poistuvat pörssistä ulkomaille. Onko joitakin syitä, miksei sijoittaminen kiinnosta suomalaisia ja miten suomalaiset saisi kiinnostumaan pörssistä. Ostotarjouksilla on negatiiviset puolet Suomen kansantalouteen, mutta tietysti myös

positiivisia jos uudet omistajat tekevät investointeja Suomeen. Vaarana kuitenkin on, että toiminta siirtyy kokonaan ulkomaille. Hyvästä ostotarjouksesta on kuitenkin vaikea kieltäytyä osakkeenomistajana, varsinkin jos tulevaisuuden näkymät yrityksellä ovat epävarmat. Siksi sijoittajien kannalta ostotarjous on positiivinen asia, koska tässäkin opinnäytetyössä käsitellyissä ostotarjouksissa tarjottu hinta on aina ollut vähintään kohtuullinen, ellei jopa erittäin hyvä. Toisaalta pitkäjänteiselle sijoittajalle voisi joskus olla järkevämpää kieltäytyä ostotarjouksesta, jos näyttää siltä, että tulevaisuudessa yrityksellä olisi vielä paljon kasvupotentiaalia. Myös sijoittaja saattaa kohdata ongelman, kun sijoitussalkusta osakkeet vaihtuvat rahaksi ja uusia mielenkiintoisia sijoituskohteita ei löydy. Näin sijoitussalkun käteispaino saattaa kasvaa suureksi, varsinkin jos salkusta ostetaan useita yrityksiä pois ja omistusosuudet ovat olleet suuret.

Lopputuloksena voidaan pitää sitä, että osakkeenomistajille usein ostotarjouksessa tarjottu vastike on hyvä. Arvopaperimarkkinalaki vaatii maksamaan käyvän hinnan osakkeenomistajille ja ostotarjouksen tulee olla osakkeenomistajien edun mukainen. Myös hallitus arvioi aina ostotarjouksen osakkeenomistajien etua ajatellen. Kuitenkaan ei pidä unohtaa sitä, että sijoittamisen tulisi olla pitkäjänteistä ja riskejä tulee sietää. Siksi ei tule odottaa nopeita voittoja, vaikka ostotarjoukset tällaisen saattavatkin tarjota.

5.2 Tutkimuksen luotettavuus, kehitysmahdollisuudet ja jatkotutkimus

Tämä opinnäytetyö on tehty kvalitatiivisena eli laadullisena tutkimuksena, jossa on tutkittu ilmiönä Helsingin pörssin julkisia ostotarjouksia vuosina 2017-2018. Materiaalina tutkimuksessa on käytetty suurimmaksi osaksi luotettavia ja tunnettuja verkkolähteitä monipuolisesti. Myös erilaisia asiantuntijoiden blogikirjoituksia on käytetty lähteinä, vaikka ne sisältävätkin asiantuntijan oman mielipiteen. Opinnäytetyön aihe on sellainen, että erilaiset näkemykset ovat siksi merkittäviä tekijöitä tutkimuksen kannalta, koska yrityksen arvo on enemmän mielipide kuin totuus.

Koska yhtiöt ovat poistuneet Helsingin pörssistä, on myös materiaali yhtiöistä vähentynyt ja joiltakin osin myös poistettu kokonaan. Inderesin, Talouselämän sekä Kauppalehden sivuilta löytyi kuitenkin kattavasti analyyskejä ja kommentteja sekä faktaa tässä opinnäytetyössä olevista yrityksistä sekä niihin liittyvistä aiheista. Lähteinä käytettyjä sivustoja on myös arvioitu kriittisesti ja otettu huomioon se, onko kyseinen artikkeli faktapohjaisesti kirjoitettu vai sisältääkö se esimerkiksi yhden analyytikon tai toimittajan mielipiteen tai näkemyksen. Myös sitä on arvioitu, perustuuko mielipide tai näkemys millaisiin faktoihin ja kuinka helposti nämä faktat ovat löydettävissä. Lähtökohtaisesti voidaan olettaa, että alan asiantuntijat pystyvät muodostamaan mielipiteensä ja näkemyksensä faktatietojen pohjalta.

Epävarmuustekijöitä tässä työssä on se, jos analytiikko tai toimittaja on erehtynyt jollakin tavalla, mutta toisaalta monissa eri lähteissä oli täysin samanlaisia kommentteja ja analyysijä. Myös jos uusin tieto onkin jäänyt käyttämättä tässä opinnäytetyössä, se heti lisää epävarmuutta tutkimuksen luotettavuuteen. Esimerkiksi Knuts & Parkkosen arvopaperimarkkinalaki kirja on vuodelta 2014 ja osa tiedoista on muuttunut, mutta tietojen paikkaansa pitävyys on tarkistettu ajankohtaisesta laista. Arvopaperimarkkinalakiin ei ole suurempia merkittäviä muutoksia tullut vuoden 2014 jälkeen ja muutokset ovat otettu huomioon tätä opinnäytetyötä tehdessä. Myös datan vähyyys joidenkin asioiden kohdalla saattaa vaikuttaa työn luotettavuuteen.

Jatkotutkimusta tästä aiheesta voisi tehdä esimerkiksi vaikutuksista suuremmassa mittakaavassa, esimerkiksi millaisia seurauksia ja syitä sillä on, että pörssistä poistuu yrityksiä enemmän kuin sinne listautuu. Myös samaa aihetta voisi tarkastella uudelleen eri yritysten avulla, sillä melkein vuosittain jokin Helsingin pörssin yhtiö saa julkisen ostotarjouksen.

5.3 Opinnäytetyön oman oppimisen arviointi

Alkuvaikeuksien jälkeen työ sujui melko hyvin. Ajankäytössä ja päätöksenteossa olisi selkeästi parannettavaa, koska aikaa kului turhaan pohtimiseen liikaa. Aihe on hyvin laaja, joten siksi oli hankalaa lähteä rajaamaan ja etsimään näkökulmia aiheeseen. En ole myöskään koskaan tehnyt näin isoa tutkimusta, joten se hieman vaikeutti tekemistä, kun ei ollut täysin varma mitä kaikkea tulisi ottaa huomioon. Kuitenkin kun aiheesta oli tarpeeksi materiaalia ja ymmärrystä, oli hyvin helppoa lähteä kirjoittamaan ja ymmärtää mitkä ovat olennaisia asioita. Julkiset ostotarjoukset olivat hyvin vieras käsite ennen tämän tutkimuksen tekemistä, mutta tämän opinnäytetyön seurauksena opin hyvin paljon esimerkiksi pörssitoiminnasta ja ostotarjouksista. Myös arvopaperimarkkinalaki on tullut erittäin tutuksi ja monet asiat ovat selkeytyneet, kun ymmärtää mitä lakipykälät tarkoittavat käytännössä. Näitä opittuja taitoja voin hyödyntää tulevaisuudessa tehdessäni itse sijoituksia ja tiedän mitä se tarkoittaa, jos omistamistani osakkeista tehdään julkinen ostotarjouus.

Lähteet

Affecto tarjousasiakirja 2017. Luettavissa: <https://www.op.fi/documents/20556/24208489/Tarjousasiakirja-FI/07198fc1-8448-42fe-ad4c-80aa53099c49> Luettu: 12.10.2019

Alma Talent. Markkina-arvo. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslu-kuopas/porssitunnusluvut/markkina-arvo> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. Osinkotuotto % Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslu-kuopas/porssitunnusluvut/osinkotuotto-prosentti> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. Tunnuslukuopas. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnus-lukuopas> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. EV/EBIT-luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslu-kuopas/porssitunnusluvut/ev-ebit-luku> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. EV/EBIT-luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslu-kuopas/porssitunnusluvut/ev-ebit-luku> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. EV/EBITDA-luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnus-lukuopas/porssitunnusluvut/ev-ebitda-luku> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. P/E-luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslu-kuopas/porssitunnusluvut/p-e-luku> Luettu: 24.10.2019

Alma Talent. P/B-luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslu-kuopas/porssitunnusluvut/p-b-luku> Luettu: 24.10.2019

Amer Sports 2018. Tilinpäätöstiedote 2017. Luettavissa: <https://www.amer-sports.com/2018/02/amer-sports-oyjn-tilinpaatostiedote-2017-jalleen-ennatysvuosi-laaja-alaista-parannusta-vuosi-paattyi-vahvaan-viimeiseen-neljannekseen/> Luettu: 15.10.2019

Amer Sports tarjousasiakirja 2018. Luettavissa: <https://s3-eu-west-1.amazonaws.com/amersports-wordpress-exove/uploads/20181220084053/Tarjousasiakirja-19122018.pdf> Luettu: 14.10.2019

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/745

Kajaani P. 2018. Amer Sports yhtiöpäivitys. Suosittelemme Amer Sportsin omistajia tarttumaan 40,0 euron käteisostotarjoukseen. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_amer_sports_101218.pdf Luettu: 14.10.2019

Ekholm R. 2017. Ostotarjous on aina mahdollisuus. Pörssisäätiö. Luettavissa: <https://www.porssisaatio.fi/blog/2017/09/04/ostotarjous-on-aina-mahdollisuus/> Luettu: 13.9.2019

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista

Finanssivalvonta 10.9.2018. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/> Luettu: 17.11.2019

Finanssivalvonta 2013. Määräykset ja ohjeet 9/2013. Luettavissa: https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/09_2013/09_2013.m2.pdf Luettu: 14.11.2019

Finanssivalvonta 2018. Markkinoiden väärinkäyttöasetus- MAR. Luettavissa <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/> Luettu: 12.11.2019

Finanssivalvonta 27.8.2018 Pörssi ja muut kauppapaikat. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/porssi-ja-muut-kauppapaikat/> Luettu: 11.10.2019

Grönqvist J. 2017. CGI tekee ostotarjouksen Affecton osakkeista. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/uutiset/cgi-tekee-ostotarjouksen-affecton-osakkeista> Luettu: 14.11.2019

Heurlin A. 2015. Kotipizzan anti päättyi, keräsi 25,5 miljoonaa euroa. Arvopaperi. Luettavissa: <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/kotipizzan-anti-paatty-i-kerasi-25-5-miljoonaa-euroa/2a169d5f-702f-3bde-ae30-e6e6800b084b> Luettu: 13.10.2019

Harma O. 2019. Katse kristallipalloon: Ketkä ovat seuraavat lähtijät Helsingin pörssistä? Kauppalehti. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/katse-kristallipalloon-ketka-ovat-seuraavat-lahtijat-helsingin-porssista/5ac6349f-64d3-4f18-9599-93318ef1e5ca> Luettu: 13.11.2019

Herrala O & Vehviläinen M. 2018. Pörssiyhtiöitä ei vieläkään ole yhtä paljon kuin huippuvuosina - muun muassa nämä yhtiöt ovat poistuneet listalta. Arvopaperi. Luettavissa: <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/porssiyhtioita-ei-vielakaan-ole-yhta-paljon-kuin-huippuvuosina-muun-muassa-nama-yhtiot-ovat-poistuneet-listalta/8e83d2a6-bf1b-3675-95f8-c087b21b139a> Luettu: 10.9.2019

Honkamaa A. 2019. TE-analyysi: Tämän pörssiyhtiön perään suomalaiset vielä itkevät – Amer Sports löi luun kurkkuun monilta kilpailijoiltaan. Talouselämä. Luettavissa: <https://www.talouselama.fi/uutiset/te-analyysi-taman-porssiyhtion-peraan-suomalaiset-viela-itkevat-amer-sports-loi-luun-kurkkuun-monilta-kilpailijoiltaan/16f35a66-2ef2-42ed-872c-bc92991df2c1> Luettu: 13.10.2019

Irola O, Kyläkallio J & Kyläkallio K. 2017. Osakeyhtiö I. Otavan kirjapaino Oy. Keuruu

Inderes Q&A 2017. Ulkomainen uhka ja Kotipizza. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/kysymys/ulkomainen-uhka-ja-kotipizza> Luettu: 14.10.2019

Inderes 29.1.2019. Helsingin pörssin historiaa: kuplia, manioita ja unohduksen kausia. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/artikkeli/helsingin-porssin-historiaa-kuplia-manioita-ja-unohduksen-kausia> Luettu: 18.11.2019

Investing 2019. Spondan osakekurssi. Luettavissa: <https://www.investing.com/equities/sponda-oj-chart> Luettu: 16.11.2019

Investing 2019. Technopolis osakekurssi. Luettavissa: <https://fi.investing.com/equities/technopolis-oj-chart> Luettu: 16.11.2019

Investopedia 2019. Enterprise Value-to-Sales-EV/Sales Definition. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevaluesales.asp> Luettu: 20.11.2019

Kajaani P. 2018 Kotipizza Group yhtiöpäivitys. Suosittelemme Kotipizza Groupin omistajia tarttumaan Orklan tekemään tarjoukseen. Inderes. Luettavissa:

https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_kotipizza_group_231118.pdf Luettu: 6.10.2019

Kajaani P. 2018. Orkla ASA tarjoaa 38,6%:n preemion Kotipizza Groupin kaikista osakkeista. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/uutiset/orkla-asa-tarjoaa-386-n-preemion-kotipizza-groupin-kaikista-osakkeista> 6.10.2019

Kajaani P. 2018. Amer Sports-päivity-ostohuhun hinta on muhkea, mutta käsittelemme sitä kriittisesti. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/uutiset/amer-sports-paivitys-ostohuhun-hinta-muhkea-mutta-kasittelemme-sita-kriittisesti> Luettu: 11.10.2019

Kajaani P. 2018. Amer Sports yhtiöpäivitys. Ostohuhun hinta on muhkea, mutta käsittelemme sitä kriittisesti. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_amer_sports_110918.pdf Luettu: 11.10.2019

Kallunki J-P, Niemelä J. 2012. Osakkeen arvonmääritys onnistunut sijoituspäätös. Talentum Media Oy, Liettua

Katramo M, Lauriala J, Matinlauri I, Niemelä J, Svennas K & Wilkman Nina. 2013. Alma Talent Oy

Kinnunen J, Rautanen M & Vilén S. 2017. Mallisalkkukommentti. Ostotarjous Affectosta ei ole kovin avokätinen, mutta kelpaa paremman puutteessa. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/affecto_mallisalkku_ostotarjous_23082017.pdf Luettu: 11.10.2019

Kinnunen J. 17.06.2016. Suomalaisten listattujen kiinteistöyhtiöiden aliarvostus historiallisesti korkea. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/suomalaisten-listattujen-kiinteistoyhtioiden-aliarvostus-historiallisesti-korkea> Luettu: 20.11.2019

Kinnunen J. 2017. Pidämme tarjouksen läpimenoa hyvin todennäköisenä. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_sponda_050617.pdf Luettu 18.11.2019 Luettu: 10.11.2019

Kinnunen J. 2018 Technopoliksen ostotarjouksen tarjousaika alkaa tänään. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/uutiset/technopoliksen-ostotarjouksen-tarjousaika-alkaa-tanaan> Luettu: 10.11.2019

Kinnunen J. Pöyry yhtiöpäivitys 10.12.2018. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_poyry_111218_ok.pdf Luettu: 2.11.2019

Kinnunen J. Pöyry yhtiöraportti 8.2.2019. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_poyry_080219_ok.pdf Luettu: 2.11.2019

Kinnunen J. Pöyry seurannan aloitus 11/2018. Inderes. Luettavissa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/poyry_seurannan_aloitus_141118.pdf Luettu: 2.11.2019

Knuts M & Parkkonen J. 2014. Arvopaperimarkkinalaki. Talentum Media Oy. Viro

Kolehmainen A. 2017. Digimurros ajoi Affecton vaikeuksiin- tämän takia yritys heikkeni ostotarjouksen kohteeksi. Kauppalehti. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/digimurros-ajoi-affecton-vaikeuksiin-taman-takia-yritys-heikkeni-ostotarjouksen-kohdeeksi/98c905e8-9e03-3727-9618-44c45c6df008> Luettu: 4.10.2019

Kotipizza tarjousasiakirja 2018. Luettavissa: <https://www.op.fi/documents/20556/30794978/Tarjousasiakirja-fi/fea98b45-affc-7358-f9c0-5d9e3132c8d3> Luettu: 6.10.2019

Kotipizza pörssitiedote 2018. Luettavissa: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/ae2d7a2b-2721-4a35-b717-e39c652938e0> Luettu: 12.10.2019

Leskinen J 2017. Affecto myydään Kanadaan ja vedetään pois pörssistä. Kauppalehti Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/affecto-myydaan-kanadaan-ja-vedetaan-pois-porssista/7e539c6a-c933-3062-8648-b7a53577d99e> Luettu: 12.10.2019

Lindström K. 2019. Ajaako verosyrjintä yhtiöitä pois Helsingin pörssistä? – ”Ovatkohan ministerit edes ajan tasalla tilanteesta?”. Kauppalehden kolumni. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ajaako-verosyrjinta-yhtioita-pois-helsingin-porssista-ovatkohan-ministerit-edes-ajan-tasalla-tilanteesta/0d7aea4d-f263-4130-b7a7-669a27c70f0f> Luettu: 17.11.2019

Lähteenmäki P. 2018. Ensin meni Amer, Nyt Pöyry- suomalaisilta puuttuu sisua ja rohkeutta kasvaa. Talouselämä <https://www.talouselama.fi/uutiset/ensin-meni-amer-nyt>

poyry-suomalaisilta-puuttuu-sisua-ja-rohkeutta-kasvaa/44b51468-2047-38db-bcb0-d93900bbf88a Luettu: 14.11.2019

Majamaa J. 2011. Mitkä ovat pörssin käytetyimmät arvonmäärittämenetelmät? Talouselämä. Luettavissa: <https://www.talouselama.fi/uutiset/mitka-ovat-kaytetyimmat-arvonmaarittymenetelmat/df04ac29-e2e8-37ab-afaa-c028b03a25eb> Luettu: 15.11.2019

Market insider 2019. Kotipizza Group. Luettavissa: https://markets.businessinsider.com/stocks/kotipizza_group-stock Luettu: 11.11.2019

Market Screener 2019. Affecto Oyj. Luettavissa: <https://www.marketscreener.com/AFFECTO-OYJ-1412422/charts-historical/> Luettu: 1.11.2019

Market Screener 2019. Pöyry Oyj. Luettavissa: <https://www.marketscreener.com/POYRY-OYJ-1412520/charts-historical/> Luettu: 25.10.2019

Market Screener 2019. Amer Sports Oyj. Luettavissa: <https://www.marketscreener.com/AMER-SPORTS-OYJ-1412429/charts-historical/> Luettu: 11.11.2019

Markkinointiesite Technopoliksen osakeanti 7, -21.9.2016. Luettavissa: https://www.technopolis.fi/app/uploads/2016/09/Markkinointiesite_www.pdf Luettu 17.11.2019 Luettu: 24.10.2019

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus)

Mustonen A. 2016. Kotipizza kauhoo markkinoita: Tässä kolme syytä jymymyyntiin. Kauppalehti. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kotipizza-kauhoo-markkinoitassa-kolme-syyta-jymymyyntiin/dfabad93-48cb-35ac-b1f3-7d0331e9cb7a> Luettu: 24.10.2019

Mustonen A. 2018 PÖRSSI: Pöyry oli päivän puheenaihe Helsingissä. Kauppalehti. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssi-poyry-oli-paivan-puheenaihe-helsingissa/274c8451-dbdb-4770-9d06-170dbfaac0fc> Luettu: 12.11.2019

Nasdaq Helsinki Oy 2019. Pörssin säännöt. Luettavissa: https://www.nasdaq.com/docs/Finnish-corporate-governance-code-2015_FI.pdf Luettu: 14.11.2019

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Ostotarjouskoodi 2014. Luettavissa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/6/2013/12/ostotarjouskoodi.pdf> Luettu: 20.11.2019

Pulkkinen V. 9.1.2018. Mitä tarkoittaa NAV? Inderes blogi. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/mita-tarkoittaa-nav> Luettu: 20.11.2019

Pörssisäätiö. Pörssilistautujan käsikirja 2016. Luettavissa: https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf Luettu: 20.11.2019

Pöyry tarjousasiakirja 2018. Luettavissa: <https://drivinggrowthtogether.com/wp-content/uploads/2018/12/tarjousasiakirja.pdf> Luettu: 20.10.2019

Saario J. 2019. Pörssivuotoon on yksi selkeä ratkaisu. Kauppalehti. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssivuotoon-on-yksi-selkea-ratkaisu/3eae0322-aca9-4b2a-b3eb-5ff090e0d8d1> Luettu: 20.11.2019

Seppänen H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. Alma Talent Oy. Liettua

Sponda. Sponda sijoituskohteena 2105. Luettavissa: <https://www.sponda.fi/vuosikertomus2015/hallinnointi/sponda-sijoituskohteena> Luettu: 13.11.2019

Sponda tarjousasiakirja 2017. Luettavissa: <https://www.sponda.fi/sites/default/files/tarjousasiakirja.pdf> Luettu: 11.11.2019

Taipale T. 2019. Yhtiö toisensa jälkeen poistuu Helsingin pörssistä - mistä on kyse? Op.media. Luettavissa: <https://op.media/talous/sijoittaminen/yhtio-toisensa-jalkeen-pois-tuu-helsingin-porssista-mista-on-kyse-2d41ecd752054c38a2855746e55e5571> Luettu: 20.11.2019

Technopolis markkinointiestie 2016. Luettavissa: https://www.technopolis.fi/app/uploads/2016/09/Markkinointiesite_www.pdf Luettu: 13.11.2019

Technopolis Oyj:n hallituksen lausunto Kildare Nordic Acquisitions S.à r.l:n tekemästä vapaaehtoisesta julkisesta käteisostotarjouksesta 2018. Luettavissa: <https://www.technopolis.fi/app/uploads/2019/06/Hallituksen%20lausunto%20ostotarjouksesta.pdf> Luettu: 13.11.2019