

Yrityksen arvonmääritys



Mäkelä, Annukka

Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Yrityksen arvonmääritys

Mäkelä, Annukka
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Maaliskuu, 2011

Mäkelä, Annukka

Yrityksen arvonmääritys

Vuosi 2011 Sivumäärä 31

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää, miten yrityksen arvo voidaan määrittää. Työssä esitellään muutamia arvonmääritysmalleja ja määritetään case-yrityksen arvo kahden mallin avulla. Case-yritys on pieni listaamaton osakeyhtiö, jonka päätoimiala on jalkineiden vähittäiskauppa.

Työn teoriaosuudessa käydään läpi arvonmäärityksen käyttötarkoitusta sekä siihen liittyviä keskeisiä tunnuslukuja. Näiden jälkeen esitellään arvonmääritysprosessin eri vaiheet: strateginen analyysi, tilinpäätöksen analysointi sekä tulevan kehityksen ennakointi. Viimeisenä teoriaosuudessa esitellään arvonmääritysmalleista, perinteinen substanssiarvo sekä useampi tuottoarvoon perustuva malli; osinkoperusteinen, kassavirta- ja lisäarvomalli sekä tilinpäätösperusteinen tuottoarvo. Tuottoarvomallien yhteydessä käsitellään myös oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusta.

Opinnäytetyön empiriaosuudessa esitellään case-yritys ja lasketaan sen tilinpäätöstietojen pohjalta kannattavuutta, vakavaraisuutta sekä maksuvalmiutta kuvaavat tunnusluvut. Tämän jälkeen määritetään case-yrityksen substanssiarvo sekä tilinpäätösperusteinen tuottoarvo. Tutkimuksessa käytettiin kahden päätyneen tilikauden tilinpäätöstietoja, sekä tilinpäätösperusteista tuottoarvoa määrittäessä kolmannen, vielä käynnissä olevan, tilikauden tuloslaskelmaa. Tutkimuksessa ei käsitellä case-yrityksen strategista analyysiä eikä suoranaisesti myöskään tulevan kehityksen ennakointia.

Opinnäytetyön tutkimuksen tuloksena saatiin case-yrityksen substanssiarvoksi -37 501 euroa ja tilinpäätösperusteiseksi tuottoarvoksi 313 535 euroa. Keskeisten tunnuslukujen pohjalta todettiin, että yrityksen kannattavuus ja vakavaraisuus ovat heikkoja, kun taas maksuvalmius oli ensimmäisen tilikauden päättyessä hyvä, mutta toisen tilikauden jälkeen vain tyydyttävä. Tämän opinnäytetyön tuloksia voidaan käyttää mahdollisen yrityskaupan tukena.

Mäkelä, Annukka

Company valuation

Year	2011	Pages	31
------	------	-------	----

The purpose of this thesis is the valuation of a company. The thesis presents several different valuation techniques and uses two of those to value the case company. The case company is a small-sized limited company operating in the footwear retail business.

The theoretical section explores the situations in which valuation is generally used and the most frequently used key ratios. Following this the process of valuation, strategic analysis, financial analysis and forecasting of future developments are examined. The third part of the theoretical section covers valuation techniques, net asset value and different profit values, the dividend model, the free cash flow model, profit value based on financial statements and the economic profit valuation model. The cost of capital is presented in connection with profit values.

The empirical section of the research presents the case company and its profitability, liquidity and solvency key ratios. Net asset value and profit value based on financial statements were used to calculate the value of the case company. Calculations were based on the previous two years' financial statements and a third income statement from the currently financial year. Strategic analysis and forecasting of future developments were not a part of the empirical research.

The outcome of the research was that the net asset value of the case company is -37 501 euros and the profit value based on financial statements was 313 535 euros. Estimated key ratios showed that the case company profitability and solvency are weak, and liquidity was good after the first financial year. However, after the second year it is only acceptable. The results of this thesis can be used as support in a corporate acquisition.

Key words valuation, net asset value, profit value

Sisällys

1	Johdanto.....	5
1.1	Opinnäytetyön ja tutkimuksen tavoitteet ja rakenne	5
1.2	Tutkimusaiheen taustasta ja tutkimusongelman asettaminen	6
1.3	Opinnäytetyön rajaus.....	6
2	Arvonmääritys	7
2.1	Arvonmäärityksen käyttötarkoitus	7
2.2	Arvonmäärityksen tunnuslukuja	8
2.2.1	Kannattavuuden tunnusluvut.....	9
2.2.2	Vakavaraisuuden tunnusluvut	10
2.2.3	Maksuvalmiuden tunnusluvut.....	11
2.3	Arvonmääritysprosessi.....	12
2.3.1	Strateginen analyysi	12
2.3.2	Tilinpäätöksen analysointi	13
2.3.3	Tulevan kehityksen ennakointi.....	13
3	Arvonmääritysmallit	14
3.1	Substanssiarvo	15
3.2	Tuottoarvomallit	16
3.2.1	Oman ja vieraan pääoman tuottovaatimus	17
3.2.2	Osinkoperusteinen malli	18
3.2.3	Kassavirtaperusteinen malli	19
3.2.4	Tilinpäätösperusteinen tuottoarvo.....	21
3.2.5	Lisäarvomalli	21
4	Case-yritys.....	22
4.1	Case-yrityksen tilinpäätöksen analysointi	22
4.1.1	Case-yrityksen kannattavuus	22
4.1.2	Case yrityksen vakavaraisuus.....	23
4.1.3	Case-yrityksen maksuvalmius	24
4.2	Case-yrityksen arvonmääritys.....	25
4.2.1	Tasesubstanssi	25
4.2.2	Case-yrityksen oman pääoman tuottovaatimus.....	26
4.2.3	Tilinpäätösperusteinen tuottoarvo.....	26
4.3	Johtopäätökset	27
	Lähteet	29
	Liitteet.....	30

1 Johdanto

Yrityksellä on lukuisia sidosryhmiä, jotka haluavat turvata oman toimintansa olemalla tietoisia sidosyrityksen taloudellisesta tilasta. Yritysten omistajien lisäksi vieraan pääoman rahoittajat, kuten pankit seuraavat rahoittamiensa yritysten taloudellista tilaa. Niin ammattimaiset kuin myös yksityiset oman pääoman sijoittajat joutuvat sijoituspäätöksiä tehdessään perehtymään yritysten taloudelliseen tilaan. Yrityksen talouden analyysi on ensisijaisen tärkeä myös yrityskauppoja tai fuusiota suunnitteleville omistajille. Tavarantoimittajat, asiakkaat, henkilöstö ja kilpailijat ovat myös yrityksen sidosryhmiä. Taloudellinen analyysi perustuu yrityksen tilinpäätöstietoihin, ja on pohjana yrityksen arvon määrittämiselle.

Opinnäytetyössäni tutkin yrityksen arvonmäärittystä yrityskaupassa. Työn tarkoitus on selvittää, miten yrityksen arvo voidaan määrittää yrityskaupassa. Työ tehdään case-yritykselle myyjän näkökulmasta, mutta avoin ja läpinäkyvä arvonmäärittäminen on ennen kaikkea myös ostajan etu. Kyseessä on listaamaton osakeyhtiö. Tämä alle 10 työntekijän mikroyritys toimii jalkineiden ja laukkujen vähittäiskauppana.

Yrityskauppa voidaan toteuttaa joko liiketoimintakauppana tai osakekauppana.

Liiketoimintakaupassa myydään yrityksen liiketoiminnan lisäksi konkreettinen omaisuus kuten kalusteet ja varastot, jäljellä jää vain tyhjä yhtiö, jossa on myynnistä saadut varat tai jäljelle jääneet velat. Osakekaupassa myydään joko koko yhtiön osakekanta, tai vain tietyn osakkaan omistamat osakkeet. (Finnvera 2011)

1.1 Opinnäytetyön ja tutkimuksen tavoitteet ja rakenne

Työn tavoitteena on selvittää yrittäjälle, mitkä asiat vaikuttavat yrityksen arvonmäärittämiseen sekä millä eri tavoilla arvonmäärittäminen voidaan toteuttaa. Tutkimuksessa pyritään löytämään sekä myyjän että ostajan kannalta realistinen arvonmäärittämissmalli, jonka avulla tämän yrityksen arvo voidaan määrittää tulevaa yrityskauppaa varten. Tarkoitus ei ole määrittää yritykselle yhtä ja oikeaa arvoa, vaan löytää sekä vähimmäis- että enimmäisarvo, jonka väliin todellinen kauppahinta voisi sijoittua. Yrityksen hintaan vaikuttavat monet, sekä yrityksen sisäiset että ulkoiset tekijät. Lopullinen arvo on kuitenkin se arvo, mikä tyydyttää sekä ostajaa että myyjää.

Opinnäytetyö rakentuu kahdesta osiosta, arvonmäärittämisen teoriasta sekä sen pohjalta tehdystä arvonmäärittämisestä ja sen analysoimisesta. Arvonmäärittämisen teoriaosuudessa esitellään substanssiarvon lisäksi myös osinkoihin, vapaaseen kassavirtaan sekä lisäarvoon perustuva malli. Case-yrityksen arvonmäärittäminen on kuitenkin päädytty tekemään vain

taasesubstanssi- ja tilinpäätösperusteista tuottoarvomallia käyttäen. Yleisesti arvonmäärittämisen pohjana käytetään useamman vuoden tilinpäätöstietoja, mutta kyseinen case-yritys on toiminut vasta alle kolme vuotta, joten tilinpäätöstiedot ovat saatavilla vain kahdelta ensimmäiseltä vuodelta. Työ toteutetaan kvalitatiivisena tutkimuksena.

1.2 Tutkimusaiheen taustasta ja tutkimusongelman asettaminen

Opinnäytetyöni tutkimusaiheena on yrityksen arvonmäärittäminen. Arvonmäärittämisestä ja sen sisältämisestä osa-alueista löytyy hyvin kirjallisuutta ja aiheesta on tehty myös useampi opinnäytetyö. Kallunki & Niemelä (2007, 9) kirjoittavat jo teoksensa Uusi yrityksen arvonmäärittäminen esipuheessa, että ”yrityksen arvonmäärittämisestä on tullut yksi keskeisimmistä liiketaloudellisista kysymyksistä markkinataloudessa”. He myös toteavat, että yrityksen arvonmäärittäminen ei ole helppoa.

Työ- ja Elinkeinoministeriön mukaan Suomessa oli vuoden 2009 lopussa noin 251 000 yrittäjää ilman maa- ja metsätalouden harjoittajia. Yrittäjistä 28 % on yli 55-vuotiaita. Yrittäjien ikäjakaumaan perustuen asiantuntijat ovat arvioineet, että lähivuosina Suomessa eläköityy kymmeniä tuhansia yrittäjiä. Tämä tarkoittaa sitä, että yritysten sukupolvenvaihdokset sekä omistusten siirrot ovat erittäin ajankohtaisia, minkä seurauksena yritysten arvonmäärittämisen kysyntä tulee kasvamaan. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2010, 122 & 126)

Arvonmäärittäminen on ajankohtainen opinnäytetyöni case-yrityksessä, sillä yrittäjän on tarkoitus myydä yritys vuoden sisällä. Yrityskaupassa myyjä pyrkii saamaan yrityksestä mahdollisimman korkean hinnan, kun taas ostajan tahtotila on kaupan toteutuminen mahdollisimman edullisella hinnalla. Näin ollen realistinen arvonmäärittäminen on yrityskaupassa erittäin ratkaiseva tekijä. Tämän lisäksi kansainvälinen tilinpäätösstandardi velvoittaa ostetun yrityksen arvostamista käypään arvoon. Tutkimusongelmana on selvittää, mikä olisi paras tapa määrittää tämän listaamattoman case-yrityksen arvo yrityskauppaa varten, sekä millä hinnalla tämä yritys voitaisiin myydä.

1.3 Opinnäytetyön rajaus

Työ rajataan koskemaan vain kyseistä case-yritystä, joka on pieni, pörssiin listaamaton, osakeyhtiö. Tässä tapauksessa pienellä tarkoitetaan alle kymmenen henkilön mikroyrityksiä. Työssä ei käsitellä yrityskaupprosessia yleisesti, vain siihen liittyvää arvonmäärittämistä. Arvonmäärittämisessä keskitytään numeraalisen tuloksen saamiseen tilinpäätösanalyysin ja tulevan kehityksen ennakoimisen avulla.

Strategisen analyysin tarkoitus on mitata yrityksen menestymiseen vaikuttavia tekijöitä. Se suoritetaan arvioimalla sekä yrityksen sisäisiä että ulkoisia tekijöitä, joita ovat esimerkiksi yrityksen liikeidea, kilpailukyky, markkinoiden koko ja kilpailijat. Strateginen analyysi käydään pintapuolisesti läpi työn teoriaosuudessa, mutta se rajataan työn ulkopuolelle case-yrityksen arvonmäärittystä tehdessä, koska kyseessä on franchising-yritys, jonka todennäköisin ostaja on taustalla toimiva franchising-ketju, jolla on yli kymmenen vuoden kokemus ja näkemys alalta.

2 Arvonmäärittäminen

Yrityksen arvonmäärittämisen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Yksinkertaisimmillaan yrityksen arvo voitaisiin arvioida laskemalla omaisuuden arvo tilinpäätöksestä. Tämä tapa ei kuitenkaan antaisi kovin luotettavaa tulosta. Arvo määritetään sekä yrityksen tämän hetken tilan perusteella, että tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. Kallunki & Niemelä (2007, 13) toteavat kirjassaan, että näin määritetty yrityksen taloudellinen arvo voi poiketa huomattavasti esimerkiksi tilinpäätöksen taseen mukaisesta arvosta, koska tilinpäätös perustuu menneeseen kehitykseen ja sen arvostusperiaatteet määräytyvät liikekirjapidon säännösten kautta.

Arvonmäärittäminen muodostuu useasta eri tekijästä. Käytännössä sekä myyjä että ostaja määrittelevät yrityksen arvon omien lähtökohtiensa ja laskentamenetelmiensä pohjalta. Oletettavasti molemmat arvioivat yrityksen substanssiarvon lisäksi myös sen tuottoarvon. Yksinkertaistettuna substanssiarvo saadaan, kun yrityksen omaisuudesta vähennetään yrityksen velat. Tuottoarvo sen sijaan määritetään yrityksen tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen perusteella. Arvioidut tulevat kassavirrat diskontataan vastaamaan tämän päivän arvoa. Todennäköisesti myyjään esittämä tuottoarvo on korkeampi kuin ostajan arvioima, sillä myyjä yrittää myös tämän avulla saada yrityksestä mahdollisimman hyvän hinnan. (Kettunen, 2011)

2.1 Arvonmäärittämisen käyttötarkoitus

Arvonmäärittäminen käytetään monissa eri tilanteissa. Onnistuneissa yrityskaupoissa ja fuusioissa arvonmäärittämisellä on erittäin keskeinen rooli, sen lisäksi sitä käytetään yleisesti myös sijoituspäätösten tukena. Yrityksen arvo on tärkeä, niin pörssiin sijoittavalle yksityishenkilölle kuin myös pääomasijoittajille. Yrityksen arvosta ovat kiinnostuneet omistajien lisäksi esimerkiksi yritysjohtajat, tilintarkastajat, verottajat sekä vieraan pääoman rahoittajat kuten pankit. Arvonmäärittäminen käytetään myös yrityksen pörssiin listautumisen yhteydessä.

Yritykset listautuvat pörssiin halutessaan kasvaa sekä laajentaa omistus pohjaa. Pörssiin listautuminen tarkoittaa, että yrityksen osakkeilla käydään julkista kauppaa. Tällöin osakkeen hinnan määrittävät osakemarkkinoiden kysyntä ja tarjonta. Ennen tätä on kuitenkin määritettävä yritykselle oikea listautumishinta, tähän tarvitaan arvonmäärittäjä. Arvonmäärittäjä suoritetaan käytännössä joko arvonmäärittäjämallien tai yksittäisten tunnuslukujen avulla perustuen pääasiassa samalla alalla toimivien vertailuyritysten osakekursseihin. Oikealla hinnalla on suuri merkitys, liian alhaisella hinnalla myyminen ei tuo yritykselle niin paljon omaa pääomaa kuin olisi mahdollista. Toisaalta liian korkea hinta taas vaikeuttaa osakkeiden myymistä.

Arvonmäärittäjä käytetään yleisesti myös sijoituspäätösten tukena. Pörssinoteerattujen yritysten osakkeita ostaessa, sijoittajat hyödyntävät sijoituspäätöksissään usein arvonmäärittäjä. Yrityksen kokonaisvaltainen arvonmäärittäjä on kuitenkin niin laajaprosessi, että yksittäiset sijoittajat tyytyvät useimmiten käyttämään yksittäisiä, yrityksen arvoa kuvaavia suhteellisia tunnuslukuja. Tällaisia tunnuslukuja ovat esimerkiksi P/E- ja P/B-luvut, joita käsitellen tarkemmin seuraavassa luvussa.

Osakkeen arvo arvioidaan arvonmäärittäjän tunnuslukuja apuna käyttäen. Tätä kautta saatu arvo voi perustua esimerkiksi yrityksen kannattavuuteen tai vakavaraisuuteen. Arvonmäärittäjällä saatua osakkeen arvoa verrataan pörssissä noteerattuun markkina-arvoon. Sijoittajat ostavat osakkeita joiden pörssi-arvo on alhaisempi kuin arvonmäärittäjällä saatu arvo, sillä pitkällä aikavälillä osakkeiden hinnat kuvaavat yrityksen taloudellista tilaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 14-18)

2.2 Arvonmäärittäjän tunnuslukuja

Yrityksen arvonmäärittäjän ollessa laaja ja aikaa vievä prosessi, yksittäiset sijoittajat tyytyvät useasti käyttämään sijoituspäätöksensä tukena vain yksittäisiä, yrityksen arvoa kuvaavia tunnuslukuja. Sijoittajat pyrkivät lisäämään näiden tunnuslukujen luotettavuutta käyttämällä eri tunnuslukujen yhdistelmiä tai laskemalla keskiarvoja useammalta vuodelta. Yksinään tai yhdistelemällä nämä tunnusluvut eivät kuitenkaan anna yhtä luotettavaa kuvaa yrityksen arvosta kuin varsinainen, tarkkaan tehty, arvonmäärittäjä.

Pörssisijoituksia tekevät sijoittajat käyttävät arvonmäärittäjässä esimerkiksi P/E- tai P/B-tunnuslukuja. Tällainen arvonmäärittäjä perustuu vertailuyhtiöihin. Arvonmäärittäjällä saatuja arvoja verrataan joko vertailuyritykseen tai koko toimialan keskiarvoon tai mediaaniin. Tämän perusteella arvioidaan onko yritys yli- tai aliarvostettu.

P/E-luku (Price/Earnings) saadaan kun yrityksen oman pääoman markkina-arvo suhteutetaan edellisen vuoden toteutuneeseen tai seuraavien vuosien arvioituihin nettotuloksiin.

Yksinkertaistettuna P/E-luku kertoo, kuinka monta vuotta tarvitaan, että yrityksen voittojen määrä vastaisi sen oman pääoman markkina-arvoa. Sitä voidaan näin ollen pitää takaisinmaksuajan tunnuslukuna.

P/B-luku (Price/Book value) suhteuttaa oman pääoman markkina-arvon oman pääoman kirja-arvoon. Tämä tunnusluku kertoo kuinka moninkertainen yrityksen oman pääoman markkina-arvo on suhteessa sen kirjanpidolliseen oman pääoman arvoon. (Kallunki & Niemelä 2007, 67-103)

Tässä opinnäytetyössä case-yrityksen arvoa ei ole tarkoitus määrittää vertailuyhtiöihin perustuen, ja tästä syystä näitä niin kutsuttuja vertailuun perustuvia tunnuslukuja ei käsitellä tämän tarkemmin. Yllämainittuja tunnuslukujen lisäksi yrityksiä arvioidaan tunnuslukuanalyysin avulla. Tunnuslukuanalyysissä käytettävät luvut ovat tilipäätöksen pohjalta laskettuja mittareita, joiden on tarkoitus viestiä yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä. Yleisen käsityksen mukaan kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius ovat yrityksen taloudellisen suorituskyvyn osatekijöitä.

2.2.1 Kannattavuuden tunnusluvut

Kannattavuutta mitataan ensisijaisesti lyhyellä aikavälillä, mutta mittaaminen myös pitkältä aikaväliltä on mahdollista vertailemalla usean peräkkäisen vuoden tunnuslukuja.

Kannattavuuden tunnuslukuja ovat:

$$\text{Koko pääoman tuottoprosentti} = \frac{\text{Operatiivisen liiketoiminnan tulos}}{\text{Koko pääoma}} \times 100$$

Tunnusluku vertaa tulosta ennen rahoituskuluja ja veroja koko siihen pääomaan, joka yritystoimintaan on sitoutunut. Tilikauden oikaistun oman pääoman ollessa negatiivinen, on kokonaispääoma kuitenkin vähintään vieraan pääoman suuruinen. Tähän kannattavuuden mittariin ei vaikuta yrityksen veronmaksupolitiikka eikä yhtiömuodosta johtuva verotustekniikka. Tunnusluku kertoo yrityksen kyvystä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Yritystutkimusneuvottelukunta antaa koko pääoman tuottoprosentille seuraavanlaisia ohjearvoja:

yli 10 % = hyvä

5-10 % = tyydyttävä

alle 5 % = heikko

$$\text{Oman pääoman tuotto prosentti} = \frac{\text{Tilikauden tulos}}{\text{Oma pääoma}} \times 100$$

Tunnusluku kertoo yrityksen kyvystä huolehtia omistajilta saaduista pääomista. Sen tavoitetaso määräytyy omistajien asettaman tuottovaatimuksen mukaan. Yrityksen tulisi tuottaa korkoa vieraan pääoman lisäksi myös omalle pääomalle.

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto prosentti} = \frac{(\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot})12\text{kk}}{\text{sijoitetun pääoman keskiarvo}} \times 100$$

Kaavassa sijoitettu pääoma on koko pääoma miinus koroton vieras pääoma. Tämä tunnusluku mittaa suhteellista kannattavuutta eli sitä tuottoa, joka on saatu yritykseen sijoitetulle, korkoa tai muuta tuottoa vaativalle pääomalle. (Leppiniemi & Kykkänen 2009, 164-165)

2.2.2 Vakavaraisuuden tunnusluvut

Vakavaraisuuden tunnusluvut kertovat miten yritys selviytyy maksuistaan pitkällä aikavälillä. Vakavaraisuudella kuvataan yrityksen pääoman rakennetta. Yritystä, joka pystyy huononakin aikana kattamaan vieraan pääoman korkokulut omalla pääomalla, vaarantamatta varsinaisen liiketoiminnan jatkuvuutta, voidaan pitää vakavaraisena. Vakavaraisuutta mitataan seuraavilla tunnusluvuilla:

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

Omavaraisuusaste mittaa vakavaraisuuden lisäksi yrityksen tappionsietokykyä sekä kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä. Yritystutkimusneuvottelukunnan antamat ohjearvot tälle tunnusluvulle ovat:

yli 40 % = hyvä
20 - 40 % = tyydyttävä
alle 20 % = heikko

$$\text{Suhteellinen velkaisuus} = \frac{\text{Taseen velat} - \text{saadut ennakot}}{\text{Liikevaihto (12kk)}} \times 100$$

Tämä tunnusluku voidaan melko luotettavasti laskea myös oikaisemattomista tilinpäätöstiedoista. Jos suhteellinen velkaantuneisuus on korkea, tulee yrityksen myös tehdä hyvää liiketulosta vieraan pääoman velvoitteista selvitäkseen. Tunnusluku on toimialasidonnainen, jonka ohjearvot ovat:

alle 40 % = hyvä
 40 - 80 % = tyydyttävä
 yli 80 % = heikko

$$\text{Gearing} - \% = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma} - \text{rahat ja rahoitusarvopaperit}}{\text{Oma pääoma}} \times 100$$

Gearing- % (nettovelkaantumisaste) mittaa yrityksen vakavaraisuutta tai kääntäen velkaantuneisuutta. Tunnusluku kertoo siitä kuinka lainanantajien korollista vierasta pääomaa on sijoitettu yritykseen suhteessa omistajien sijoituksiin. Tunnusluvun ollessa 1 voidaan sitä pitää hyvänä, kun taas luvun miinusmerkkisyyden johtuessa negatiivisesta omasta pääomasta, on tunnusluvun arvo heikko. Mitä suurempi gearing-prosentti on, sitä velkaantuneempi yritys on. (Niskanen & Niskanen 2007, 60; Niskanen & Niskanen 2003, 130; Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 63)

2.2.3 Maksuvalmiuden tunnusluvut

Maksuvalmiuden tunnusluvut kertovat yrityksen päivittäisestä kyvystä selviytyä juoksevista maksuista. Maksuvalmiuden eli likviditeetin tunnusluvut ovat:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikaiset velat}}$$

Quick ratio kertoo yrityksen mahdollisuudesta selviytyä lyhytaikaisista veloistaan pelkällä rahoitusomaisuudellaan. Jos yritys on tehnyt tappiota, saattaa rahoitusomaisuus sisältää tästä johtuvaa laskennallista verosaamista, tämä pitää vähentää rahoitusomaisuudesta tunnuslukua laskettaessa. Quick ration ohjearvot ovat:

yli 1 = hyvä
 0,5 - 1 = tyydyttävä
 alle 0,5 = heikko

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus} + \text{vaihto} - \text{omaisuus}}{\text{Lyhytaikaiset velat}}$$

Tätä tunnuslukua tarkasteltaessa perspektiivi on hieman pidempi kuin, Quick ratio - tunnusluvulla. Current ratiossa huomioidaan myös vaihto-omaisuuden realisointi lyhytaikaisista velvoitteista selviämiseksi. Molemmat maksuvalmiuden tunnusluvut, Quick ja Current ratio, ovat staattisia lukuja, joka tarkoittaa että ne mittaavat vain tietyn hetken (tilinpäätöshetken) tilannetta, eivätkä ota huomioon tilikauden aikana tapahtunutta vaihtelua, joka saattaa olla suurikin. Current ratiion ohjearvot ovat:

yli 2 = hyvä
1 - 2 = tyydyttävä
alle 1 = heikko

(Martikainen & Martikainen 2006, 132-133)

2.3 Arvonmäärittäminen

Perinteisesti arvonmäärittäminen jaetaan kolmeen osaan, strateginen analyysi, tilinpäätöksen analysointi sekä tulevaisuuden kehityksen ennakointi. Yrityksen arvoon vaikuttavat monet, sekä yrityksen sisäiset että ulkoiset, tekijät. Jotta yrityksen arvo voitaisiin määrittää mahdollisimman tarkkaan, on oltava riittävä tietämys yrityksen toimialasta ja yrityksen asemasta markkinoilla. Tämän lisäksi tarvitaan yrityksen tilinpäätöstietoja, jotta voidaan analysoida yrityksen historiallista kehitystä sekä sen nykytilaa. Osa yrityksen arvosta perustuu myös tulevaisuuden odotuksiin, näin ollen tulevan kehityksen ennakointi on välttämätön osa yrityksen arvonmäärittämisestä. (Vilkkumaa 2010, 89; Kallunki & Niemelä 2007, 25-26)

2.3.1 Strateginen analyysi

Strateginen analyysi tarkoittaa samaa kuin liiketoiminnan analyysi. Sen tarkoituksena on kartoittaa yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät, joita ovat esimerkiksi markkinoiden koko ja arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla sekä yritysjohtajan valinnat. Strategisen analyysin avulla on tarkoitus selvittää mitkä ovat ne yleiset tekijät, jotka määräävät yrityksen voittoja ja kassavirtoja. Analyysiin kuuluu myös keskeisten riskitekijöiden käsittely.

Strateginen analyysi voidaan jakaa yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Sisäinen analyysi tarkastelee esimerkiksi yrityksen tuotteita, tuotteiden hinnoittelua, myynti- ja

markkinointistrategiaa sekä henkilöstöä ja osaamista. Kun taas ulkoisen analyysin kohteena ovat esimerkiksi kilpailijat, toimiala sekä yleinen maailman- ja kansantalouden tilanne.

Toimiala-analyysin tarkoitus on arvioida toimialan kilpailukykyä suhteessa muihin toimialoihin sekä toimialan sisäistä kilpailutilannetta. Analyysi ottaa huomioon markkinoiden kasvun ja toimialan herkkyyden maailmantalouden muutoksille. Toimialan sisäisen kilpailun kasvaessa, yritykset joutuvat useimmiten laskemaan tuotteidensa myyntihintoja sekä miettimään keinoja toimintansa tehostamiseen.

Maailmantaloutta analysoitaessa pyritään selvittämään tulevan kehityksen suuntia. Tämän selvittämistä varten seurataan muun muassa bruttokansantuotetta, työttömyysastetta, kuluttajien luottamusta sekä inflaatiota. (Kallunki & Niemelä 2007, 26-31; Vilkkumaa 2010, 90-101)

2.3.2 Tilinpäätöksen analysointi

Tilinpäätöstietojen avulla voidaan arvioida yrityksen taloudellista tilaa. Taloudellista tilaa arvioitaessa tarvitaan yrityksen tilinpäätöstietoja useammalta vuodelta, sekä mahdollisesti vertailutietoja saman alan yrityksistä. Analysoinnin tarkoitus on selvittää muun muassa yrityksen kannattavuus ja maksuvalmius, tähän tarkoitukseen käytetään jo aikaisemmin mainittuja tunnuslukuja. Tilinpäätöksen tietojen pohjalta tehdään tunnuslukuanalyysi.

Yritykset voivat vaikuttaa tilinpäätöksiinsä hankinnanvaraisilla kirjauksilla. Jotta analysoimalla saatavat luvut olisivat vertailukelpoisia, on selvitettävä onko tilinpäätös oikaistava. Tilinpäätöksen oikaisua helpottaa tieto tulossuunnittelun keinoista, näin oikaisu voidaan suorittaa mahdollisimman luotettavasti. Tulossuunnittelulla yritys voi vaikuttaa kirjanpidolliseen, verotukselliseen tai operatiiviseen tulokseen. Pörssiyritysten tilinpäätökset ovat pääsääntöisesti hyvin vertailukelpoisia, ilman oikaisua. Pienempien, listaamattomien yritysten kohdalla oikaisu saattaa olla tarpeellinen, mutta näin ei kuitenkaan aina ole.

Tilinpäätösanalyysia käytetään monesti myös sellaisenaan, ilman muita arvonmääritys-prosessiin liittyviä toimia. Yrityksen toimitusjohtajan on syytä hallita analysointi, jotta hän ymmärtää tilinpäätöksen perusteella oman yrityksensä tilanteen. Jos toimitusjohtaja ei ole selvillä yrityksensä kannattavuudesta, hänen on vaikea rakentaa yrityksensä tulevaisuutta realistisesti. (Kallunki & Niemelä 2007, 32-33; Vilkkumaa 2010, 43,102)

2.3.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Yksi arvonmäärityksen keskeisimmistä lähtökohdista on yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen, tästä syystä tulevaisuuden arvioinnilla merkittävä rooli arvonmäärityksessä. Yritykset itsessään tekevät arvioita ja ennusteita tulevasta myynnistä, tuloskehityksestä tai rahoituksellisesta tilanteesta. Tämä yritykseen sisäisiin, ei julkisiin, tietoihin perustuva ennakointi on huomattavasti yksityiskohtaisempaa kuin ennakointi, joka joudutaan tekemään ulkopuolisen tiedon varassa. Yrityksen ulkopuolista tietoa tulevaisuuden ennakointia varten on saatavissa tilinpäätöksiensä lisäksi, vuosikertomusten muusta informaatiosta, julkisista toimiala-analyyseista sekä kansantalouden tilaa ennustavilta tahoilta.

Pörssilistatuista yrityksistä on useimmiten saatavilla analyytikkojen tuottamaa tietoa. Nämä analyytikkojen tekemät analyysit voivat olla suppeita tulosennusteita tai parhaimmillaan ne ovat syvällisiä yritysanalyysseja. Tiedonlähteinä analyytikot käyttävät tilinpäätösten lisäksi erilaisia tilastoja sekä maailmantalouden kehitystä koskevia ennusteita. Yhdistämällä näitä tietoja syntyy analyysi, jonka pohjalta analyytikko tekee tulosennusteita lähivuosille. Näitä ennusteita voi lukea sekä lehtien taloussivuilta että internetistä.

Tulevaisuuden ennakoinnissa on tärkeää huomioida käytetyn informaation avoimuus ja läpinäkyvyys. Nämä seikat ovat tärkeitä niin arvonmäärityksen tekijälle kuin sen hyväksikäyttäjälle. Ilman tietoa tulevaisuuden ennakoinnissa käytetyistä oletuksista ja niihin vaikuttaneista tekijöistä, on ennusteita vaikea verrata toteutuneisiin lukuihin. Mahdollisista eroista ennusteiden ja toteutuneiden lukujen välillä pyritään oppimaan uutta.

Tulevaisuuden ennakoinnissa on hyvä ottaa huomioon, että se ei perustu liiaksi tilinpäätösanalyysiin, joka on tehty menneisyyden lukujen perusteella. Hyvä menneisyys ei automaattisesti tarkoita hyvää tulevaisuutta, ja toisin päin, huono menneisyys ei välttämättä tarkoita huonoa tulevaisuutta. Tulevaisuuden ennakoinnissa on aina syytä lähteä yrityksen tulevista mahdollisuuksista sekä tulevaisuuteen liittyvistä riskeistä. (Kallunki & Niemelä 2007, 33-34; Vilkkumaa 2010, 102-106)

3 Arvonmääritysmallit

Yrityksen hinnan määrittämiseen löytyy monta eri menetelmää. Hinnan määrittämisessä on muistettava, että todellisuudessa yhtä ainoaa ja oikeaa hintaa ei ole. Yrityksen hinta on kiinni määrittäjän asemasta ja hänen oletuksistaan. Tämän lisäksi hintaan vaikuttavat esimerkiksi seuraavat tekijät: määrittäjän tietojen laatu ja määrä, hinnan määrittämiseen käytössä oleva aika, asenne tulevaisuutta kohtaan, yleinen taloudellinen ja yhteiskunnallinen näkemys sekä tunnetila yritykseen suhteen. Mutta kuten Vilkkumaakin teoksessaan Yrityksen menestyksen mittarit toteaa ”yrityksen oikea hinta on aina se, josta myyjä ja ostaja keskenään sopivat”.

Yrityksen arvoa määrittäessä olisi hyvä käyttää useampaa menetelmää. Näin varmistetaan mahdollisimman luotettava tulos. Eri mallien antamat tulokset poikkeavat toisistaan, mutta useampaa menetelmää käyttämällä onkin tarkoitus saada suuntaa antava hintahaarukka. Hinnan määrittäminen olisi hyvä aloittaa substanssihinnan laskemisella. Yrityksen alin mahdollinen hinta on sama kuin sen substanssiarvo. Tämän lisäksi kannattaa laskea yrityksen hinta ainakin yhden tuottoarvomallin pohjalta. (Vilkkumaa 2010, 115, 118; Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 310-315)

3.1 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvo saadaan kun yrityksen varoista vähennetään yrityksen velat. Käytännössä se kertoo mikä on jäljelle jäävä euromäärä kun yrityksen kaikki varallisuus on muutettu rahaksi ja kaikki velat on maksettu pois. Jäljelle jäävä euromäärä voi myös olla negatiivinen, joka tarkoittaa että yritykselle jäisi velkaa vaikka kaikki varallisuus myytäisiin. Toisin sanoen jos yritys on pahasti velkaantunut voi hinta olla negatiivinen. Substanssiarvossa on kyse olemassa olevasta todellisuudesta, joka toteutuisi myös silloin jos yritystoiminta lopetettaisiin kokonaan.

Substanssiarvon määrittämiseen käytetään yrityksen tilinpäätöstietoja, tarkemmin ottaen taseen tietoja. Substanssiarvosta puhuttaessa tulee huomioda, että tasesubstanssi on eri asia kuin markkinahintainen substanssiarvo. Tasesubstanssi on substanssiarvo, joka lasketaan suoraan tase-eristä käyttämällä niiden kirjanpidollista arvoa. Todellinen substanssiarvo kuitenkin määritetään omaisuuden tilinpäätösarvojen oikaisemisella. Sillä nämä tilinpäätöksestä saatavat omaisuusarvot ovat kirjanpidollisia arvoja sekä historiaa, eivätkä useimmiten vastaa nykyhetken arvoa tai tilannetta. Oikaisemalla on tarkoitus saada nämä tase-erät vastaamaan todellista markkinahintaa. Yksinkertaisimmillaan tasesubstanssi voidaan laskea seuraavasti:

Taseen loppusumma (=yrityksen bruttovarallisuus)

- korolliset velat
- korottomat velat
- varaukset
- = Tasesubstanssi

Markkinahintaisen substanssiarvon määrittämisessä tulee selvittää kaiken omaisuuden käypä hinta, hinta joka kustakin varallisuuserästä saisi jos se myytäisiin vapailla markkinoilla. Velat voidaan vähentää niiden nimellisarvoon pohjautuen, mutta tällöin niihin on sisällytettävä myös varaukset yritykseen sitoumuksiin liittyvistä riskeistä. Tällaisia riskejä voivat olla muun

muassa keskeneräisiin toimituksiin liittyvät jälkityöt. Tasesubstanssi saattaa poiketa markkinahintaisesta substanssiarvosta sekä ylös että alaspäin.

Markkinahintaista substanssiarvoa määrittäessä vaaditaan sekä tarkkuutta että asiantuntemusta. Sen määrittäminen on huomattavasti tasesubstanssia työläämpää. Jokaiselle tase-erälle tulisi etsiä oikea markkinahinta, sekä eliminoida piilevät riskit. Kiinteälle omaisuudelle on tarkoitus löytää hinta käyttämällä vertailukelpoisia tiedossa olevia hintoja. Käytetyille koneille ja laitteille etsitään sopivat jälleenmyyntihinnat. Mikäli yrityksessä on myös aineetonta omaisuutta, saattaa niiden markkina-arvojen määrittäminen olla hankalaa. Aineeton omaisuus, kuten tuotekehitys, on omaisuutta, jonka markkinahintaa ei välttämättä ole ilman kokonaisuutta. Aineeton omaisuus huomioidaan paremmin tuottoarvon määrittämisessä. Vaihto-omaisuuden arvo määritetään useimmiten sen hankintahinnan mukaan. Myyntisaamisten arvioinnissa on tärkeä ottaa huomioon kuinka todennäköisesti saatavat saadaan eräpäivään mennessä. Jos saatavat ovat erääntyneet maksamattomina tai niiden odotetaan myöhästyvän, tulee epävarmuus ottaa huomioon määrittämälle niille nimellisarvoa pienempi arvo. Vanhat saatavat voivat tässä tapauksessa saada arvon nolla. Lyhyt- ja pitkäaikaiset sijoitukset arvostetaan ottamalla huomioon sijoituksen riski, mikä mahdollisesta alentaa arvoa alle nimellisarvon. Pankkitalletusten kohdalla käytetään useimmiten nimellisarvoa. Edelle mainittujen lisäksi tulee huomioon ottaa myös taseen ulkopuoliset erät, joita voivat olla esimerkiksi annetut takaukset ja vakuudet. Jos mahdollista niin nämäkin pyritään mitoittamaan ja muuttamaan rahamääräisiksi. (Vilkkumaa 2010, 118; Paasonen ym. 2000, 61-62; Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 317-318)

3.2 Tuottoarvomallit

Tuottohinnalla tarkoitetaan yrityksen hintaa, joka perustuu sen tulevaisuuden tuottamaan tulokseen. Tuottohinta on useimmiten parempi lähtökohta yrityksen hinnalle kuin esimerkiksi menneeseen perustuva substanssihintaa. Yrityksestä pyydettyä hinnan perustan muodostaa se, kuinka paljon yritys tietyllä, järkevällä, aikajänteellä tuottaa sellaista tulosta, jonka sen ostaja voi ottaa yrityksestä ulos, itselleen.

Tuottohinnan määrittämiseen on olemassa useampia malleja, näitä ovat esimerkiksi osinkoihin, vapaaseen kassavirtaan ja lisäarvoon perustuvat mallit, jotka esitellään tarkemmin työn edetessä. Ennen näiden mallien esittelyä on kuitenkin perehdyttävä mallien sisältämään tuottovaatimukseen, jota käytetään diskonttauskorkona. Tuottovaatimus on aina kiinni hinnanmäärittäjästä, ja sen suuruuden etsimiseen on erilaisia tapoja.

Yksinkertainen tapa tuottovaatimuksen selvittämiseen on vaihtoehtoistuottoajattelu, joka perustuu siihen mitä sijoituksen tuottamaa tuottoa määrittäjän olisi mahdollista saada

jostakin vaihtoehtoisesta sijoituskohteesta. Vaihtoehtoinen sijoituskohde voi olla esimerkiksi toinen yritys tai pörssiosakkeet. Jos esimerkiksi katsotaan, että pörssiosakkeiden pitkän aikavälin tuotto sijoitukselle on ollut 13 %, voidaan tätä 13 % tuottovaatimusta pitää lähtökohtana. Tämän lisäksi voidaan huomioon ottaa riskilisiä, jos ostettava yritys toimii vertailukohteena olevaa pörssisijoitusta riskipitoisemmalla tai vaihtoehtoisesti vähemmän riskipitoisella alalla. Riskilisiä lisätään tai vähennetään tästä 13 %:n tuottovaatimuksesta, ja näin saadaan lopullinen tuottovaatimus.

Tuottoarvonmäärittämissä käytetään diskonttaus korkona pääsääntöisesti oman pääoman tuottovaatimusta, tästä syystä se sekä vieraan pääoman tuottovaatimus käydään tässä yhteydessä läpi, ennen varsinaisiin tuottoarvomalleihin siirtymistä. (Vilkkumaa 2010, 123)

3.2.1 Oman ja vieraan pääoman tuottovaatimus

Yrityksen vieras pääoma voi olla esimerkiksi pankin tai muun rahoituslaitoksen yritykselle myöntämä laina. Vieraan pääoman tuottovaatimus on yleensä helppo selvittää, sillä se on se korko, jonka yritys lainasta maksaa.

Oman pääoman tuottovaatimus on sen sijaan huomattavasti vaikeampi määrittää. Toisin kuin vieraan pääoman tuottovaatimus, se ei ole suoraan nähtävissä mistään. Omalle pääomalle mahdollisesti maksettava osinkovirta vastaa vain osaa sijoittajan vaatimasta tuotosta. Oma pääoma koostuu osakeanneilla kerättävästä pääomasta sekä kannattavan liiketoiminnan avulla saadusta tulorahoituksesta. Oman pääoman tuottovaatimukseen vaikuttaa siihen liittyvä riski. Rahoitusteorian mukainen perusoletus on, että tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan. Riskin kasvaessa myös tuottovaatimus kasvaa. Vieraan pääoman rahoitus on aina sovittu tietylle ajalle ja sen korko on ennalta sovittu, kun taas oman pääoman sijoittajalla ei ole ennalta tiedossa sijoituksen määräaika eikä tuotto. Konkurssitilanteen sattuessa, oman pääoman sijoittajat ovat varojensa takaisin saamisen suhteen järjestyksessä viimeisenä. Kaikki edellä mainitut seikat vaikuttavat oman pääoman ehtoisen sijoittamisen riskiin nostamalla sen huomattavasti korkeammaksi kuin vieraan pääoman ehtoisen sijoittamisen riski. Näin ollen oman pääoman tuottovaatimus tulisi poikkeuksetta olla korkeampi kuin vieraan pääoman tuottovaatimus.

Suosituin tuottovaatimuksen mittaamiseen käytetty malli on CAPM-malli (Capital Asset Pricing Model). CAPM-mallin avulla arvioidaan sijoituskohteen riskin lisäksi odotettua tuottoa. Mallin mukainen sijoituskohteen odotettu tuotto perustuu riskittömään tuottoon sekä riskilisiin. Riskittömällä tuotolla tarkoitetaan sitä korvausta, jonka sijoittaja saisi sijoittamalla varansa

riskittömiin arvopapereihin, joita ovat esimerkiksi valtion obligaatiot. CAPM-mallin mukainen määrittäminen tapahtuu seuraavasti:

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

$E(R_i)$ = yrityksen i osakkeen tuottovaatimus

R_f = riskittömän sijoituskohteen tuotto

β_i = yrityksen i osakkeen riskiä kuvaava beeta-kerroin

$E(R_m)$ = ns. markkinaportfolio odotettu tuotto

Markkinaportfolioilla tarkoitetaan sijoitussalkkua, joka sisältää kaikki markkinoilla olevat sijoituskohteet. Yksinkertaistettuna kaavassa esitetty $(r_m - r_f)$ on pörssin yleisindeksin ja riskittömän tuoton erotus. Beeta-kerroin kertoo kyseessä olevan osakkeen, markkinoiden yleisestä vaihtelusta johtuvasta riskistä. Beeta-kerroin saa arvon yksi, osakkeen ollessa riskisyydeltään samaa luokkaa kuin osakemarkkinoiden keskimääräinen riski. Osakkeen ollessa keskimääräistä riskiä riskisempi, sen beeta-kerroin on yli yksi. Täysin riskitön sijoituskohte on beeta-arvoltaan 0. Kuten aikaisemminkin mainittiin, tällainen riskitön sijoituskohte on esimerkiksi valtion obligaatiot. Suomen valtion 10 vuoden obligaatioiden tuotto helmikuussa 2011 oli 3,41 % (Suomen Pankki 2011). (Kallunki & Niemelä 2007, 132-138; Martikainen & Martikainen 2006, 83-87; Kallunki & Kytönen 2002, 124-127)

3.2.2 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen oman pääoman arvonmäärittämissä. Sen pohjalta rakentuvat myös vapaan kassavirran sekä lisäarvonmallit. Osinkoperusteinen arvonmäärittäminen perustuu siihen, että osakkeen arvo on yhtä kuin yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen arvo. Koska oman pääoman sijoituksella ei ajatella olevan määräaikaa, muodostuu osakkeen arvo päättymättömästä osinkovirrasta. Oman pääoman sijoittajien tuottovaatimusta käytetään korkokantana tulevien vuosien osinkojen nykyhetken diskonttaamisessa.

Tämän osinkoperusteisen arvonmäärittämissä mallin ongelmaksi muodostuu se, että yritykset jakavat tuloksesta vain osan osinkoina, ja niiden jakosuhte on hyvin vaihteleva niin yrityksittäin, kuin myös vuosittain. Tästä johtuen osinkojen lähtötaso saattaa poiketa olennaisesti. Mallin ongelmaksi muodostuu myös osinkoennusteiden saanti, joita on pääsääntöisesti saatavilla vain 1-2 vuodelle. Koska osinkovirran kasvu ei ole tasaista kuten perinteinen malli olettaa, voidaan mallin luotettavuutta lisätä käyttämällä kahden tai useamman erisuuruisen kasvun jaksoa.

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

(Kallunki & Niemelä 2007, 104-107; Niskanen & Niskanen 2007, 134)

3.2.3 Kassavirtaperusteinen malli

Kassavirtaperusteinen malli on paljon käytetty arvonmääritysmalli. Sen suosio perustuu siihen, että tilinpäätöksen hankinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Tilinpäätöksissä tulokseen vaikuttavat niin menojen kuin tulojenkin jaksotukset eri tilikausille sekä erilaiset tilinpäätöskäytännöt. Kassavirtaperusteinen malli perustuu ainoastaan tilikauden aikana tapahtuviin rahan liikkeisiin, kassasta ja kassaan. Tämän mallin mukaan yrityksen arvo on sama kuin tulevien kassavirtojen nykyarvo.

Kassavirtamalleja on olemassa useampia. Nämä eri mallit poikkeavat jonkin verran toisistaan. Yleisimmin käytetty kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli on kuitenkin niin kutsuttu vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF). Vapaa kassavirta käsittää sen rahamäärän, joka yritykseen jää tarkastelujakson aikana kun menot ja investoinnit on vähennetty. Tämä jäljelle jäänyt kassavirta käytetään pääoman palautuksiin. Pääoman palautuksiksi kutsutaan vieraan pääoman korkoja ja lainanlyhennyksiä sekä osakkeen omistajille mahdollisesti maksettavia osinkoja tai osakkeen takaisinostoja. Vapaan kassavirran malli olettaa, että yrityksellä ei ole korollista velkaa, eikä siis näin ollen myöskään korkomaksuja, jonka seurauksena verojen määrään ei vaikuta korkomaksujen verovähennysoikeus. Vapaan kassavirran mallia käyttäen voidaan selvittää joko oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Se kumman arvo määritetään, tulisi aina valita yrityskohtaisesti helpomman tavan mukaan.

Liikevoitto

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

= Vapaa kassavirta

Monissa tapauksissa tämä edellä oleva malli on kuitenkin turhan monimutkainen. Läheskään kaikissa yrityksissä ei hinnan määrittämisessä ole tarpeellista käydä läpi kaikkia kyseisen mallin osoittamia eriä. Mallin monimutkaisuus johtuu sen lähtökohdasta toimia myös jälkikäteistarkastelussa, jolloin käytettävät tiedot ovat tilinpäätöstietoja. Tästä syystä mallin tulee ottaa huomioon kaikki mahdolliset tilinpäätöstietoihin sisältyvät vaikuttavat tekijät. Tarkastelulähtökohdan ollessa yrityksen ennakoitujen tulevien tilikausien tulokset, on mahdollista käyttää yksinkertaisempaa kassavirta-ajatteluun perustuvaa mallia, joka on seuraavanlainen:

Liikevaihto

- liiketoiminnan kustannukset / kulut

Käyttökate

- tuloverot

+/- käyttöpääoman muutos

- investoinnit

= Vapaa kassavirta

Vapaan kassavirran mittaaminen voi tapahtua kahdesta eri näkökulmasta, jotka ovat operatiivinen kassavirta ja rahoitusvirta. Yleisesti ensin esitetään operatiivinen vapaa kassavirta, ja tämän jälkeen perehdytään rahoitusvirran jakautumiseen. Operatiivinen kassavirta on kuvaus siitä miten kassavirta on jakautunut tulosrahoitukseen ja investointeihin. Kun taas rahoituskassavirta kertoo miten kassavirta on jaettu osakkeenomistajien ja vieraan pääoman rahoittajien välillä. Vapaan kassavirran ollessa negatiivinen, rahoitusvirta kertoo miten negatiivinen kassavirta on rahoitettu.

Vapaan kassavirran mallia varten tulee ennakoita yrityksen tulevien vuosien tuloksia. Tässä ennakkoinnissa tulee kiinnittää huomiota useisiin eri seikkoihin. Apuna voidaan käyttää yrityksen aikaisempia tilinpäätöstietoja, joiden pohjalta saadaan selville riippuvuus esimerkiksi liikevaihdon kasvun ja varaston kasvun kesken. Vapaan kassavirran mallin avulla saadaan yrityksen hinta selville diskonttaamalla yrityksen tulevien vuosien vapaat kassavirrat nykyhetkeen. Diskonttauskorkona käytetään arvonmäärittäjän haluamaa tuottovaatimusta. Nykyhetkeen diskontatuista kassavirroista vähennetään vielä yrityksen velat, yleensä niin, että yrityksen lainojen määrästä vähennetään ensin rahat ja pankkisaamiset, ja tämän jälkeen jäljelle jääneet velat vähennetään kassavirtojen perusteella saadusta yrityksen hinnasta. Näin toimimalla saadaan selville osakkeenomistajien osuus yrityksen hinnasta, joka toimii myös pohjana yrityksen kauppahinnalle. (Martikainen & Martikainen 2006, 142: Pasonen ym. 2000, 62: Vilkkumaa 2010, 129-131)

3.2.4 Tilinpäätösperusteinen tuottoarvo

Tilinpäätösperusteinen tuottoarvo vastaa laskutavaltaan pitkälti vapaan kassavirranmallia, mutta vapaan kassavirran sijaan tässä mallissa diskontataan jokin tilinpäätökseen perustuva tunnusluku kuten viimeisten tilikausien nettotuloksen keskiarvo. Tämä arvonmääritystapa on etenkin yrityksen ulkopuoliselle arvonmäärittäjälle helpompi, koska se perustuu julkisiin tilinpäätöstietoihin, eikä sen käytössä välttämättä tarvita tilinpäätöstietoja syvempää yritystuntemusta, toisin kuin vapaan kassavirranmallissa. Vaikka vapaan kassavirran malli on tulevaisuuden ennakoinnissa tarkempi kuin tämä tilinpäätösperusteinen tuottoarvo, joka perustuu yrityksen historiatietoihin, on tuottoarvo kuitenkin paljon käytetty arvonmääritystapa. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 322-323)

3.2.5 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on kahta edellä esitettyä mallia tuorempi arvonmääritysmalli. Se perustuu osinkoperusteiseen malliin, mutta siinä osinkojen sijasta käytetään voittoja. Tämä tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmallin mukaan osakkeen arvo on sen kirjanpidollinen arvo lisättyinä tulevien voitto-odotusten diskontatulla lisäarvolla. Diskonttauskorkona käytetään oman pääoman tuottovaatimusta. Vähentämällä tilikauden voitoista sijoittajan yritykselle asettama tuottovaatimus, saadaan mallissa tarvittava lisäarvo. Lisäarvomallin kaava esitetään seuraavassa kuviossa:

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

Lisävoitto kuvaa voittoa, joka ylittää sijoittajien tuottovaatimuksen. Sen ollessa positiivinen, yritys onnistuu toiminnallaan tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle pääomalle. Kun taas negatiivinen lisävoitto tarkoittaa, että yrityksen ei ole mahdollista tuottaa taloudellista lisäarvoa, vaan liiketoiminnallaan se vähentää omistajien varallisuutta. Tämän mallin etuna pidetään sitä, että suuri osa osakkeen arvosta on sen kirjapidollinen arvo, jolloin tulevien voittojen ennustevirheet eivät vaikuta malliin ratkaisevasti. Mallin eduksi lasketaan myös se, että se perustuu arvioihin yrityksen tuloksesta, eikä osingoista tai kassavirroista. (Kallunki & Kytönen 2002, 123; Kallunki & Niemelä 2007, 120-121)

4 Case-yritys

Tämän työn case-yrityksenä on helsinkiläinen vuonna 2008 perustettu Yritys Oy. Yrityksen päätoimiala on jalkineiden vähittäiskauppa ja sen toimialaluokka 47721. Tarkempi toimialakuvaus on kenkien, kenkätarvikkeiden sekä asusteiden osto ja myynti. Yritys toimii yhdessä toimipisteessä, joka sijaitsee ostoskeskuksessa pääkaupunkiseudulla. Yrityksen tilikausi poikkeaa normaalista kalenterivuodesta, tilikausi on elokuun alusta heinäkuun loppuun. Yrityksellä on takanaan siis kaksi kokonaista tilikautta, ja kolmatta tilikautta on kulunut kahdeksan kuukautta (10.4.2011), mutta kuukausittainen tuloslaskelma ja tase ovat työtä tehdessä saatavilla vain kuluneelta seitsemältä kuukaudelta. Yritys Oy:llä on vain yksi osakas, joka ei työskentele päätoimisesti yrityksessä. Yrityksessä on töissä yksi kokoaikainen sekä neljä osa-aikaista työntekijää.

4.1 Case-yrityksen tilinpäätöksen analysointi

Tilinpäätöstä analysoimalla on tarkoitus saada käsitys Yritys Oy:n taloudellisesta tilasta. Analysointi perustuu kahden menneen tilikauden tilinpäätöstietoihin, jotka ovat työn liitteinä. Näiden tilinpäätöstietojen perusteella lasketaan kannattavuudesta, maksuvalmiudesta ja vakavaraisuudesta kertovia tunnuslukuja, jotka ovat jo teoriaosuudessa esitelty. Yritys Oy:n tilinpäätöksiä ei ole tarpeellista oikaista, sillä molempien tilikausien tilinpäätökset on tehty pelkästään oikeellisuuteen pyrkien.

4.1.1 Case-yrityksen kannattavuus

Yritys Oy:n kannattavuutta mitataan koko pääoman, oman pääoman ja sijoitetun pääoman tuottoosentilla. Koko pääoman tuottoosenttia laskettaessa koko pääoman tunnuslukuna on käytetty kauden lopun lukuja. Molempien tilikausien tunnuslukua laskettaessa on otettu huomioon, että yrityksen molempien tilikausien oma pääoma on negatiivinen, jolloin kokonaispääoma on kuitenkin vähintään vieraan pääoman suuruinen.

Koko pääoman tuottoosentti (tilikausi 08/2008 - 07/2009)
 $= -11822,20 / 122842,82 (\times 100) = -9,6 \%$

Koko pääoman tuottoosentti (tilikausi 08/2009 - 07/2010)
 $= -32679,10 / 85182,67 (\times 100) = -38,4 \%$

Tunnusluku mittaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Yritys oy:n tapauksessa molempien vuosien tunnusluku on negatiivinen, joka tarkoittaa sitä, että yritys ei pysty tuottamaan tulosta. Tämän tunnusluvun perusteella Yritys

oy:n kannattavuus on erittäin heikko. Edellä esitettyjen tunnuslukujen perusteella voidaan myös todeta, että Yritys oy:n kannattavuus on heikentynyt toisena tilikautena entisestään.

Oman pääoman tuotto prosentti (tilikausi 08/2008 - 07/2009)

$$= -11822,20 / -4822,20 (\times 100) = -245,2 \%$$

Oman pääoman tuotto prosentti (tilikausi 08/2009 - 07/2010)

$$= -32679,10 / -37\,501,30 (\times 100) = -87,1 \%$$

Tämänkin tunnusluvun perusteella voidaan todeta yrityksen toiminnan olevan kannattamatonta. Yritys ei pysty aikaansaamaan tuottoa omalle pääomalle, vaan oma pääoma vähenee.

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti (tilikausi 08/2008 - 07/2009)

$$= -11822,20 / 70000 (\times 100) = -16,9 \%$$

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti (tilikausi 08/2009 - 07/2010)

$$= -32679,10 / 88510 (\times 100) = -36,9 \%$$

Kuten aikaisemmatkin kannattavuuden tunnusluvut niin myös sijoitetun pääoman tuotto prosentti on negatiivinen, joka tarkoittaa, että yritys ei ole kykenevä tekemään tuottoa siihen sijoitetulle korkoa vaativalle pääomalle. Näiden kolmen kannattavuutta mittaavan tunnusluvun perusteella voidaan todeta, että Yritys oy:n kannattavuus on kahden ensimmäisen vuoden aikana ollut erittäin huono, toisin sanoen Yritys oy:n toiminta ei ole kannattavaa.

4.1.2 Case yrityksen vakavaraisuus

Yritys oy:n vakavaraisuutta mitataan omavaraisuusasteella ja suhteellisella velkaantuneisuudella.

Omavaraisuusaste (tilikausi 08/2008 - 07/2009)

$$= -4822,20 / 122842,82-929,30 (\times 100) = -3,96 \%$$

Omavaraisuusaste (tilikausi 08/2009 - 07/2010)

$$= -37501,30 / 85182,67 (\times 100) = -44 \%$$

Omavaraisuusaste mittaa myös yrityksen tappionsietokykyä. Molempien vuosien tunnusluvut ovat negatiivisia, koska yritys on tehnyt tappiota enemmän kuin oma pääoma on ollut, ja oma pääoma on menetetty. Vakavaraisuus on erittäin heikko.

Suhteellinen velkaisuus (tilikausi 08/2008 - 07/2009)

$$= 127655,02 - 929,30 / 575668,76 (\times 100) = 22 \%$$

Suhteellinen velkaisuus (tilikausi 08/2009 - 07/2010)

$$= 122683,97 / 419181,68 (\times 100) = 29 \%$$

Tämän tunnusluvun ohjearvot ovat toimialasidonnaisia. Teoriaosuudessa esitettyjen ohjearvojen mukaan case-yrityksen suhteellinen velkaantuneisuus on hyvä, toisin sanoen yritys ei ole pahasti velkaantunut.

Gearing- % mittaa yrityksen nettovelkaantumisasastetta. Kuten teoriaosuudessa kerrottiin, gearing- % miinusmerkkisyyden johtuessa negatiivisesta omasta pääomasta, on tunnusluvun antama arvo heikko. Case-yrityksen oman pääoman ollessa negatiivinen, ei tätä tunnuslukua ole nähty tarpeelliseksi lähteä laskemaan. Teorian pohjalta voimme todeta, että tämän tunnusluvun perusteella yrityksen vakavaraisuus on heikko.

4.1.3 Case-yrityksen maksuvalmius

Maksuvalmiuden tunnusluvut kuvastavat yrityksen kykyä suoriutua päivittäisistä juoksevista maksuista. Yritys oy:n maksuvalmiutta arvioidaan käyttämällä tunnuslukuja quick ja current ratio.

Quick ratio (tilikausi 08/2008 - 07/2009)

$$= 23273,58 + 18025,06 / 79348,22 = 0,5$$

Quick ratio (tilikausi 08/2009 - 07/2010)

$$= 19130,36 + 21472,60 / 57129,77 = 0,7$$

Laskettujen arvojen perusteella voidaan sanoa, että Yritys oy:n maksuvalmius on ollut tyydyttävä molempien tilakausien päättymishetkellä, ja jopa vähän parempi toisen tilikauden päättyessä kuin ensimmäisen.

Current ratio (tilikausi 08/2008 - 07/2009)

$$= 109852,65 / 18025,06 = 6$$

Current ratio (tilikausi 08/2009 - 07/2010)

$$= 75440,04 / 57129,77 = 1,3$$

Tämän tunnusluvun tarkastelu perspektiivi on hieman pidempi kuin quick ration. Edellä laskettujen arvojen perusteella voidaan todeta, että ensimmäisen tilikauden päättyessä maksuvalmius on ollut hyvä, mutta toisen tilikauden päättyessä vain tyydyttävä.

Näitä edellä laskettuja maksuvalmiuden tunnuslukuja tarkasteltaessa on kuitenkin muistettava, että ne ovat staattisia lukuja, eivätkä ota huomioon tilikauden aikana tapahtunutta vaihtelua, joka saattaa olla suurikin.

4.2 Case-yrityksen arvonmääritys

Yritys oy:n arvonmääritys tehdään käyttäen tasesubstanssia sekä tilinpäätösperusteista tuottoarvoa. Arvonmääritystä varten on valittu juuri nämä mallit, koska yleisen käsityksen mukaan hinnan määrittäminen olisi hyvä aloittaa substanssihinnan laskemisella. Markkinahintaisen substanssiarvon sijaan on valittu tasesubstanssi, koska markkinahintaisen substanssiarvon määrittäminen vaatii laajempaa asiantuntemusta. Tällöin arvonmäärittäjän on tunnettava yrityksen eri omaisuuserien todennäköiset luovutushinnat. Substanssihinnan lisäksi yrityksen arvon määrittämiseen olisi hyvä käyttää ainakin yhtä tuottoarvoon perustuvaa mallia, näin saadaan määritettyä yrityksen hinnalle jonkinlaiset raja-arvot. Substanssihintaa pidetään yrityksen alimpana mahdollisena hintana, kun taas tuottoarvomalleilla laskettava hinta on useimmiten selkeästi korkeampi. Tuottoarvomalliksi on valittu tilinpäätösperusteinen tuottoarvo, koska se perustuu olemassa olevaan tietoon, ja on näin ollen luotettavampaa tietoa kuin esimerkiksi yrityksen myyjän laatimat budjetit. Usein myöskään käytännön yrityskauppatilanteissa ei ole saatavilla luotettavia budjetteja, silloin arvonmäärityksessä on hyvä turvautua tilinpäätösperusteiseen tuottoarvoon.

4.2.1 Tasesubstanssi

Tasesubstanssin laskeminen tehdään teoriaosuudessa esitetyn yksinkertaisen kaavan mukaan, jossa taseen loppusummasta vähennetään yrityksen korolliset ja korottomat velat sekä varaukset.

Yritys Oy:n tasesubstanssi 31.7.2009

$$122\,842,82 - 127\,665,02 = -4822,20 \text{ €}$$

Yritys Oy:n tasesubstanssi 31.7.2010

$$85\,182,67 - 122\,683,97 = -37\,501,30 \text{ €}$$

Näiden laskelmien perusteella voidaan todeta, että jos yrityksen toiminta lopetettaisiin ja kaikki omaisuus myytäisiin tase-arvoihin perustuvilla hinnoilla, jäisi yritykselle velkaa saman verran kuin yrityksen negatiivinen oma pääoma on. Mutta kuten teoriaosuudessa kerrottiin tämä tasearvoihin perustuva substanssiarvo voi poiketa huomattavasti, sekä ylös- että alaspäin, todelliseen markkinahintaan perustuvasta substanssiarvosta.

4.2.2 Case-yrityksen oman pääoman tuottovaatimus

Ennen tuottoarvomalliin siirtymistä on tarpeellista määrittää Yritys oy:n oman pääoman tuottovaatimus, sillä tilinpäätösperusteisessa tuottoarvonmallissa sitä käytetään diskonttauskorkona. Tuottovaatimuksen määrittämiseen käytetään teoriaosuudessa esitettyä CAPM-mallia. Kallunki & Niemelä (2007, 161) ovat teoksessaan listanneet beeta-arvoja eri toimialan yrityksille, kaupan toimialalle beeta-arvoksi on saatu 0,89. Yritys oy:n riskin on kuitenkin oletettu olevan korkeampi, koska sen kaksi ensimmäistä tilikautta ovat olleet tappiollisia. Yritys oy:n osakkeen riskin oletetaan olevan samaa luokkaa kuin osakemarkkinoiden keskimääräinen riski, näin ollen kaavassa beeta-kerroin on 1. Riskipreemio perustuu Kallungin & Niemelän (2007, 140) esittämään vajaan 30 vuoden keskimääräiseen riskipreemioon 4,60 %.

$$3,41 \% + 1,0 * 4,6 \% = 8,01 \%$$

CAPM-mallilla Yritys oy:n oman pääoman tuottovaatimukseksi saatiin 8,01 %. Tämä saatu oman pääoman tuottovaatimus on kuitenkin vain suuntaa antava, sillä riskipreemiona käytettiin historiatietoihin perustuvaa lukua. Tosiasiassa yritysten riski ja kasvu voivat olla erilaisia tulevaisuudessa kuin menneisyydessä. Tämän lisäksi riskipreemioon vaikuttavat talouden rakenne ja sijoittajien suhtautuminen riskiin. (Kallunki & Niemelä 2007, 141)

4.2.3 Tilinpäätösperusteinen tuottoarvo

Perinteisesti tilinpäätösperusteista tuottoarvoa lähdetään määrittämään olemassa olevien tilinpäätöstietojen pohjalta. Yritys oy:n kaksi kulunutta tilikautta ovat kuitenkin olleet tappiollisia, eikä tätä haluta käyttää lähtökohtana, että näin olisi myös tulevaisuudessa. Koska kuluva, kolmas tilikausi näyttää jo hieman aikaisempia tilikausia paremmalta on tuottoarvoa määrittäessä haluttu ottaa huomioon kuluvalta tilikaudelta olemassa olevat luvut. Virallista välitilinpäätöstä ei ole tehty, mutta kolmannelta tilikaudelta on olemassa kuukausittainen tuloslaskelma ja tase seitsemältä kuluneelta kuukaudelta. Näiden lukujen voidaan olettaa olevan suuntaa antavia. Tuottoarvoa määrittäessä tulevat tulokset on arvioitu kuluvan tilikauden lukujen pohjalta. Kuluneen seitsemän kuukauden jälkeen yrityksen

tilikauden tulos on 22 660,07 euroa. Tulos on muutettu vastaamaan kokonaista tilikautta jakamalla se seitsemällä, jotta saadaan kuukausittainen tulos, ja kertomalla tämä kuukausittainen tulos kahdellatoista. Näin on saatu raaka-arvio kolmannen tilikauden tuloksesta, joka on 38 845,83 euroa. Tästä tuloksesta on kuitenkin vielä vähennettävä verot, jotta saadaan yrityksen nettotulos. Osakeyhtiön verokanta on 26 %. Kun tuloksesta vähennetään verot, jäljelle jäävä nettotulos on 28 745,92 euroa. Koska Yritys oy:n kaksi ensimmäistä tilikautta olivat tappiollisia, on nettotuloksen kasvu haluttu arvioida erittäin maltillisiksi. Tuottoarvoa määrittäessä on nettotuloksen arvioitu kasvavan kolmannen tilikauden nettotulosarviosta 1 % vuosittain. Yrityksen tulevien nettotuloksien nykyarvo saadaan laskettua seuraavaan kaavaan avulla:

$$P_0 = \frac{NT_1}{(1+r)} + \frac{NT_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NT_n}{(1+r)^n} + \frac{NT_n(1+g)}{r-g} \cdot \frac{1}{(1+r)^n}$$

Yritys oy:n tulevien nettotuloksien nykyarvoa laskettaessa, on kuluva tilikautta seuraavaan kolmen vuoden arvioidut nettotulokset laskettu valmiiksi alla, jotta ne voidaan sijoittaa kaavaan suoraan sellaisinaan.

Arvioidut nettotulokset:

tilikausi 4: 28 745,92 * 1,01 = 29 033,38 euroa

tilikausi 5: 29 033,38 * 1,01 = 29 323,71 euroa

tilikausi 6: 29 323,71 * 1,01 = 29 616,95 euroa

$$P_0 = \frac{28745,92}{(1+0,0801)} + \frac{29033,38}{(1+0,0801)^2} + \frac{29323,71}{(1+0,0801)^3} + \frac{29616,95}{(1+0,0801)^4} + \frac{29616,95(1+0,01)}{0,0801-0,01} \cdot \frac{1}{(1+0,0801)^4}$$

= 313 534,66 euroa

Tuottoarvomallia käyttäen Yritys oy:n arvoksi saatiin 313 534,66 euroa, joka on huomattavasti tasesubstanssia suurempi.

4.3 Johtopäätökset

Yritys oy:n arvo laskettiin käyttämällä kahta eri arvonmäärittämissä, tasesubstanssia ja tilinpäätösperusteista tuottoarvoa. Saadut arvot ovat erittäin kaukana toisistaan.

Tasesubstanssin mukaan yrityksen omaisuuden myymisen jälkeen yritykseen jäisi velkaa 37 501,30 euroa, summa on sama kuin yrityksen tämän hetkinen negatiivinen pääoma. Jotta

yrittäjälle ei jäisi yrityksen myymisen jälkeen velkaa, tulisi yrityksestä siis tämän mallin mukaan saada vähintään 122 683,97 euroa. Toiminnan alussa yrittäjä on sijoittanut yritykseen 7000 euroa jos myös tämä lisätään edellä mainittuun summaan, muodostuisi yrityksen hinnaksi 129 683,97 euroa. Tällöin yrittäjä ei olisi saanut sijoitukselleen mitään tuottoa. Laskelmaa voidaan jatkaa vielä niin, että yrittäjän sijoittamalle 7000 eurolle lasketaan korkoa aikaisemmin lasketun oman pääoman tuottovaatimuksen mukaan. Tällöin yritykseen sijoitetun summan olisi pitänyt kasvaa 8,01 % vuotuisesti. Ensimmäisen vuoden jälkeen vuoden jälkeen sijoitettu summa olisi tuon tuottovaatimuksen toteutuessa ollut $7000 \cdot 1,0801 = 7560,70$ euroa ja toisen vuoden jälkeen $7560,70 \cdot 1,0801 = 8166,31$ euroa. Näin ollen yrittäjä olisi saanut sijoittamalleen 7000 eurolle korkoa 1166,31 euroa. Jos tämä summa vielä lisätään aikaisemmin saatuun hintaan, olisi yrityksen arvo 130 850,28 euroa. Jos yrittäjä siis saisi tämän summan myydessään yrityksensä, olisi hän saanut sijoittamansa pääoman lisäksi myös korkoa sijoittamalleen pääomalle. Nämä edellä lasketut luvut ovat tosiasiasa kuitenkin täysin perusteettomia laskelmia yrityksen hinnaksi.

Tilinpäätösperusteisella tuottoarvolla yrityksen arvoksi saatiin 313 534,66 euroa. Näin paljon yritys siis tuottaisi tulosta tässä työssä tehtyjen oletuksien perusteella seuraavan viiden vuoden aikana. Vaikka nettotuloksen kasvu oletettiin maltilliseksi, ei tämä tuottoarvo todennäköisesti vastaa tappiota tehneen yrityksen realistista kauppahintaa. Mutta kuten työn alkuvaiheessa jo todettiin, ei tarkoitus ollut asettaa yritykselle yhtä tiettyä hintaa vaan saada karkea hintahaarukka jonka väliin todellinen, myyjän ja ostajan keskenään sopima hinta voi asettua. Työssä käytettyjen arvonmäärittämissä avulla saatu hintahaarukka on 85 182,67 - 313 534,66 euroa. Alimmaksi mahdolliseksi hinnaksi on tässä ajateltu tasearvoon perustuva yrityksen omaisuuden arvo toisen tilikauden lopussa. Tämä voisi olla mahdollinen hinta jos esimerkiksi yrityksen toiminta lopetettaisiin ja sen irtainomaisuus, kuten kalusteet ja varastossa olevat tuotteet myytäisiin hintaan joka perustuu tasearvoon. Jos näin kävisi, niin yritys jäisi vielä velkaa pankille 37 501,50 euroa. Tämä tasearvo on kuitenkin vain yhden tietyn, tilinpäätöspäivän mukainen omaisuuden arvo, joka saattaa poiketa huomattavasti tämänhetkisestä arvosta.

Tutkimus osoitti, että arvonmäärittäminen on erittäin vaativa ja aikaa vievä prosessi, johon tarvitaan paljon eri alojen asiantuntemusta. Arvonmäärittäminen perustuen tulevaisuuden ennusteisiin on lopullinen arvo aina kiinni määrittäjän tulevaisuuden näkemyksistä.

Lähteet

Finnvera. 2011. Haettu 28.03.2011.

<http://www.finnvera.fi/Kehittaaminen-ja-kasvu/Loeydae-ratkaisuja-muutostilanteiden-rahoitustarpeisiin/Yrityskaupat-ja-omistuksen-vaihdokset>

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

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.

Kettunen, A. 2011. Lehtori. Laurea-ammattikorkeakoulu. Luentomonisteet 12.1.2011.

Leppiniemi, J. & Leppiniemi, R. 2006. Tilinpäätöksen tulkinta. Helsinki: WSOYpro.

Leppiniemi, J. & Kykkänen, T. 2009. Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta
Helsinki: WSOYpro.

Martikainen, T. & Martikainen, M. 2006. Rahoituksen perusteet. Helsinki: WSOY.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2003. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Edita.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007, Yritysrahoitus. Helsinki: Edita.

Paasonen, E., Hiltunen, M. & Turunen, H. 2000. Miten myyn yritykseni. Helsinki: Kauppakaari.

Suomen Pankki. 2011. Haettu 04.04.2011.

http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tilastojulkaisut/Documents/ramati_fi_201104.pdf?hl=valtiosobligatio

Työ- ja elinkeinoministeriö. 2010. Yrityskatsaus 2010. Haettu 03.04.2011.

http://www.tem.fi/files/27967/TEM_60_2010_nettti.pdf 03.04.2011

Vilkkumaa, M. 2010. Yrityksen menestyksen mittarit - tunnusluvut, yrityksen hinnan määrittäminen & tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Yrityskirjat.

Yritystutkimusneuvottelunta 2005. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Gaudeamus.

Liitteet

Liite 1. Tuloslaskelma 2009-2010 ja 2010-2011

	EUR	EUR
	1.8.2009 - 31.7.2010	1.8.2008 - 31.7.2009
LIKEVAIHTO	419 181,68	575 668,76
Materiaalit ja palvelut		
Aineet, tarvikkeet ja tavarat		
Ostot tilikauden aikana	-168 492,20	-429 091,76
Varastojen lisäys (-) tai vähennys (+)	-32 787,63	67 624,71
Ulkopuoliset palvelut	-17 396,77	-3 597,08
Materiaalit ja palvelut yhteensä	-218 676,60	-365 064,13
Henkilöstökulut		
Palkat ja palkkiot	-72 247,38	-63 466,21
Henkilösivukulut		
Eläkekulut	-10 851,05	-9 515,75
Muut henkilösivukulut	-2 987,71	-2 196,89
Henkilösivukulut yhteensä	-13 838,76	-11 712,64
Henkilöstökulut yhteensä	-86 086,14	-75 178,85
Poistot ja arvonalentumiset		
Suunnitelman mukaiset poistot	-3 247,54	-4 330,06
Poistot ja arvonalentumiset yhteensä	-3 247,54	-4 330,06
Liiketoiminnan muut kulut		
Liiketoiminnan muut kulut yhteensä	-141 273,09	-139 535,64
LIKEVOITTO (-TAPPIO)	-30 101,69	-8 439,92
Rahoitustuotot ja -kulut:		
Muut korko- ja rahoitustuotot		
Muilta	65,17	0,00
Korkokulut ja muut rahoituskulut		
Muille	-2 642,58	-3 382,28
Rahoitustuotot ja -kulut yhteensä	-2 577,41	-3 382,28
VOITTO (TAPPIO) ENNEN SATUNNAISIA	-32 679,10	-11 822,20
VOITTO (TAPPIO) ENNEN TILINPÄÄT	-32 679,10	-11 822,20
TILIKAUDEN VOITTO (TAPPIO)	-32 679,10	-11 822,20

Liite 2. Tase 2009-2010 ja 2010-2011

	EUR 31.7.2010	EUR 31.7.2009
V a s t a a v a a		
PYSYVÄT VASTAAVAT		
Aineelliset hyödykkeet		
Koneet ja kalusto	9 742,63	12 990,17
Aineelliset hyödykkeet yhteensä	9 742,63	12 990,17
Pysyvät vastaavat yhteensä	9 742,63	12 990,17
VAIHTUVAT VASTAAVAT		
Vaihto-omaisuus		
Aineet ja tarvikkeet	34 837,08	67 624,71
Ennakkomaksut	0,00	929,30
Vaihto-omaisuus yhteensä	34 837,08	68 554,01
Saamiset		
Lyhytaikaiset		
Myyntisaamiset	10 987,22	17 525,29
Muut saamiset	1 252,69	0,00
Siirtosaamiset	6 890,45	5 748,29
Lyhytaikaiset saamiset yhteensä	19 130,36	23 273,58
Rahat ja pankkisaamiset		
Rahat ja pankkisaamiset yhteensä	21 472,60	18 025,06
Vaihtuvat vastaavat yhteensä	75 440,04	109 852,65
V a s t a a v a a y h t e e n s ä	85 182,67	122 842,82
V a s t a t t a v a a		
OMA PÄÄOMA		
Osakepääoma	7 000,00	7 000,00
Edellisten tilikausien voitto/tappio	-11 822,20	0,00
Tilikauden voitto/tappio	-32 679,10	-11 822,20
Oma pääoma yhteensä	-37 501,30	-4 822,20
VIERAS PÄÄOMA		
Pitkäaikainen		
Lainat rahoituslaitoksilta	65 554,20	48 316,80
Pitkäaikaiset velat yhteensä	65 554,20	48 316,80
Lyhytaikainen		
Lainat rahoituslaitoksilta	22 955,80	21 683,20
Ostovelat	19 101,97	49 279,04
Muut velat	7 911,68	2 566,69
Siirtovelat	7 160,32	5 819,29
Lyhytaikaiset velat yhteensä	57 129,77	79 348,22
Vieras pääoma yhteensä	122 683,97	127 665,02
V a s t a t t a v a a y h t e e n s ä	85 182,67	122 842,82