

KARELIA-AMMATTIKORKEAKOULU
Liiketalouden koulutus

Tuukka Pölönen

KAMUX OYJ OSAKESIJOITTAJAN NÄKÖKULMASTA

Opinnäytetyö
Maaliskuu 2021



OPINNÄYTETYÖ
Maaliskuu 2021
Liiketalouden koulutus

Tikkarinne 9
80200 JOENSUU
+358 13 260 600 (vaihde)

Tekijä
Tuukka Pölönen

Nimeke
Kamux Oyj osakesijoittajan näkökulmasta

Tiivistelmä

Opinnäytetyön tavoitteena oli analysoida pörssi-yhtiö Kamux Oyj:tä osakesijoittajan näkökulmasta ja arvioida yhtiön kykyä luoda omistaja-arvoa. Liiketoiminnan fundamentteihin perehdyttiin sisäisellä ja ulkoisella analyysillä sekä analysoimalla historiallista tilinpäätösinformaatiota, minkä jälkeen määriteltiin pääoman kustannus ja yhtiön käypä arvo. Arvostusta tarkasteltiin suhteessa tulevaisuuden näkymiin ja arvioitiin yhtiön houkuttelevuutta sijoituskohteena.

Opinnäytetyössä sovellettiin kvantitatiivista ja kvalitatiivista tutkimusmenetelmää eli menetelmätriangulaatiota, jotta tutkimuskohteesta voitiin saavuttaa kokonaisvaltainen ja syvällinen näkemys. Kvantitatiivista tutkimusaineistoa olivat yhtiön julkaisemat tilinpäätökset ja verkosta saatava verrokkiyhtiöiden numeerinen data. Kvalitatiivista tutkimusaineistoa olivat vuosikertomukset, listalleottoesite, lehtiartikkelit, autotoimialan tutkimukset, johdon haastattelut ja yrityskauppa-asiantuntijan teemahaastattelu.

Tutkimuksen johtopäätöksenä todettiin, että yhtiön johto on onnistunut pääoman allokoinnissa ja kannattavan kasvun strategian toteuttamisessa. Liiketoiminnassa yhdistyvät tunnistettavat kilpailuedut sekä suuri ja fragmentoitunut markkina, jotka mahdollistavat tuloskasvun ja omistaja-arvon luonnin. Lisäksi todettiin, että yhtiön osake on hinnoiteltu käypään arvoon, mutta jatkuva omistaja-arvon luonti neutralisoi arvostusta yli ajan, jolloin Kamux Oyj on potentiaalinen valinta pitkäjänteisen osakesijoittajan portfolioon.

Kieli
suomi

Sivuja 112
Liitteet 1
Liitesivumäärä 1

Asiasanat
arvonmäärittäminen, fundamenttianalyysi, omistaja-arvo, sijoittaminen



THESIS
March 2021
Degree Programme in Business Economics

Tikkarinne 9
80200 JOENSUU
FINLAND
+ 358 13 260 600 (switchboard)

Author
Tuukka Pölönen

Title
Kamux Corporation from an Equity Investor's Perspective

Abstract

The purpose of this thesis was to analyze Kamux Corporation from a perspective of an equity investor and to assess the company's ability to create shareholder value. In the thesis, fundamental analysis of the company was conducted. It included internal and external analysis, financial statement analysis and determining the cost of capital and intrinsic value of the company. The valuation was compared to the company's future prospects to evaluate if Kamux Corporation is an attractive investment.

Research was carried out using triangulation which combined quantitative and qualitative methods. Method triangulation was chosen to achieve comprehensive and profound understanding of the company's business. Quantitative research material was collected from Kamux Corporation's financial statements and from the numerical data of the companies in the comparison group. Qualitative research material included annual reports, listing prospectus, news articles, studies of automotive industry, management interviews and a semi-structured interview with a mergers and acquisitions consultant.

The research revealed that the management of Kamux Corporation has succeeded in capital allocation and executing a profitable growth strategy. The business model combines identifiable competitive advantages and a fragmented market which enables growth and shareholder value creation. The company's stock is priced to intrinsic value. However, continuous shareholder value creation neutralizes valuation over time and, thus, Kamux Corporation is a potential choice to be included to the portfolio of a long-term equity investor.

Language
Finnish

Pages 112
Appendices 1
Pages of Appendices 1

Keywords
valuation, fundamental analysis, shareholder value, investing

Sisältö

1	Johdanto	5
1.1	Opinnäytetyön tausta ja tavoite.....	6
1.2	Menetelmälliset valinnat	7
1.3	Aikaisemmat tutkimukset	9
1.4	Opinnäytetyön rakenne.....	10
2	Yritysanalyysi.....	11
2.1	Liiketoiminnan ja strategian analysointi	11
2.2	Tilinpäätösanalyysi	13
2.3	Tunnuslukuanalyysi	15
2.3.1	Kasvu.....	15
2.3.2	Kannattavuus.....	17
2.3.3	Pääomarakenne	22
2.3.4	Maksuvalmius.....	24
2.3.5	Pääoman käytön tehokkuus.....	27
3	Pääoman kustannus	29
3.1	Vieraan pääoman tuottovaatimus	30
3.2	Oman pääoman tuottovaatimus.....	30
3.3	Koko pääoman tuottovaatimus	35
4	Arvonmääritys.....	36
4.1	Osinkomalli	37
4.2	Kassavirtamalli.....	39
4.3	Lisäarvomalli.....	41
4.4	Arvostuskertoimet.....	42
4.4.1	Osakekohtainen tulos	43
4.4.2	Osakekohtainen osinko	43
4.4.3	Osinkotuotto-%	44
4.4.4	P/S.....	44
4.4.5	P/E.....	45
4.4.6	P/B.....	46
4.4.7	EV/EBIT	47
5	Kamux Oyj osakesijoittajan näkökulmasta.....	48
5.1	Kamux yleisesti.....	48
5.2	Ulkoinen analyysi.....	49
5.2.1	Käytettyjen autojen markkina.....	49
5.2.2	Toimialan trendit	53
5.3	Sisäinen analyysi	56
5.3.1	Liiketoimintamalli	56
5.3.2	Strategia	61
5.3.3	Johto ja omistusrakenne.....	65
5.3.4	Riskit.....	67
5.4	Tilinpäätösanalyysi	71
5.5	Arvonmääritys.....	80
5.5.1	Asiantuntijan haastattelu.....	80
5.5.2	Tuottovaatimuksen määrittäminen.....	82
5.5.3	Arvonmääritysmallit	85
5.5.4	Arvostuskertoimet.....	90
5.5.5	Herkkyyshanalyysi	95
6	Johtopäätökset	98

7	Pohdinta.....	104
7.1	Opinnäytetyöprosessi	104
7.2	Tutkimuksen luotettavuus ja pätevyys	105
	Lähteet.....	108

Liitteet

Liite 1 Teemahaastattelun runko

1 Johdanto

Koronakriisi on heikentänyt talouden kasvunäkymiä, mihin keskuspankit ovat vastanneet elvyttävällä rahapolitiikalla ja valtiot finanssipolitiikan keinoin. Elvytys on laskenut turvallisena pidetyn velkakirjamarkkinan tuotto-odotusta ja nostanut osakemarkkinan hyväksyttävää arvostustasoa tuottavien vaihtoehtojen puuttuessa. J.P. Morganin (2020) mukaan suurimpien yhdysvaltalaisen pörssilistattujen yritysten kehitystä kuvaavan S&P 500 -indeksin eteenpäin katsova tulos pohjainen arvostus vuoden 2020 lopussa on 22,3x, kun vuosien 1995–2020 keskiarvo on 16,5x. Eteenpäin katsovassa tulos pohjaisessa arvostuksessa indeksiin kuuluvien yhtiöiden markkina-arvo jaetaan seuraavan vuoden tulostenusteella, ja näin laskettuna yhdysvaltalaiset suuryritykset on arvostettu 35 % keskimääräistä historiallista tasoa korkeammalle. Viimeksi osakkeet ovat olleet yhtä kalliita IT-kuplan aikaan vuosituhannen vaihteessa, jolloin teknologiayhtiöiden osakkeiden hinnat karkasivat yhtiöiden fundamenttiperusteisista arvoista. Osakkeesta maksettavan hinnan merkitys sijoittajalle on suuri, sillä mitä enemmän osakkeesta maksetaan, sitä alhaisemmaksi sijoituksen tuotto-odotus muodostuu. Nykyisellä arvostustasolla arvioitu S&P 500 -indeksin annualisoitu tuotto-odotus viidelle seuraavalle vuodelle on negatiivinen. (J.P. Morgan 2020, 5–6.)

Osakemarkkinoiden korkea arvostustaso korostaa syvällisen yritysanalyysin ja arvonmäärityksen merkitystä houkuttelevien sijoituskohteiden löytämiseksi sekä varallisuuden ja taloudellisen liikkumavaran kasvattamiseksi. Tässä opinnäytetyössä perehdytään yrityksen analysointiin osakesijoittajan näkökulmasta. Yritysanalyysissä tarkastellaan yhtiön fundamentaalisia tekijöitä, kuten historiallista tilinpäätösinformaatiota, johtoa, kilpailuetuja, markkinaa ja tulevaisuuden näkymiä. Analyysin pohjalta pyritään määrittämään arvonmääritysmenetelmien avulla yrityksen todellinen arvo (intrinsic value), jota verrataan markkinahintaan. Analyysi toteutetaan Helsingin pörssiin listautuneesta Kamux Oyj:stä, joka harjoittaa käytettyjen autojen kauppaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Yrityksen visiona on olla Euroopan suurin käytettyjen autojen kaupassa, ja strategian määrätietoisien toteuttamisen myötä yhtiön on mahdollista saavuttaa visionsa ja

kasvaa Euroopan mittakaavassa merkittäväksi toimijaksi käytettyjen autojen markkinassa.

1.1 Opinnäytetyön tausta ja tavoite

Opinnäytetyön aihe on kypsynyt hiljalleen opintojeni aikana. Lähestyin aiheen valintaa siten, että se olisi samanaikaisesti sekä mielenkiintoinen että haastava. Olen intohimoinen osakesijoittaja, joten tuntui luontevalta valita aihe sijoittamiseen liittyvästä aihepiiristä. Sijoitustoiminnassani olen saanut merkittävää lisäarvoa analyytikoiden osaketutkimuksista, joten halusin syventää ymmärrystäni yrityksen analysoinnista ja osaketutkimuksen laadinnasta. Oman ammatillisen kasvuni lisäksi opinnäytetyö tuo lisäarvoa pitkän aikavälin sijoittamisen aloittamista pohtiville sekä kokeneemmille sijoittajille, joille yrityksen analysoiminen ei ole tuttua.

Aihe on ajankohtainen, sillä olen konkreettisesti havainnut, kuinka kiinnostus sijoittamista ja varallisuuden kasvattamista kohtaan on lisääntynyt viime vuosina. Euroclear Finlandin (2021) tilastojen mukaan vuoden 2020 lopussa pörssiosakkeita omisti yli 910 000 suomalaista, mikä on kaikkien aikojen suurin lukema. Vuoden 2020 alussa käyttöön otettu osakesäästötili saavutti myös suuren suosion suomalaisten keskuudessa ja niitä avattiin tammikuun 2021 alkuun mennessä 152 000 kappaletta. (Euroclear Finland 2021.) Osakesäästötilille voidaan ostaa vain pörssilistattuja osakkeita, minkä vuoksi päätöksentekoa sijoituskohteista ei voida ulkoistaa esimerkiksi rahaston salkunhoitajalle. Osakesäästötilin avaajalla tuleekin olla ennen sijoituspäätöksen tekemistä sijoituskohteesta kokonaisvaltainen ymmärrys, joka voidaan saavuttaa osakeanalyysin avulla.

Opinnäytetyön tavoitteena on vastata pitkäjänteisen osakesijoittajan näkökulmasta kolmeen keskeiseen kysymykseen: Kuinka yritysanalyysi toteutetaan ja kuinka yrityksen arvo määritetään? Luoko tutkimuskohteena oleva yritys omistaja-arvoa osakkeenomistajilleen? Onko yritys potentiaalinen pitkän aikavälin sijoituskohde?

Suomalaisten osakkeenomistajien määrän kasvu on erinomainen asia kansankapitalismin näkökulmasta. Sijoittamista aloitettaessa oma osaaminen voidaan kuitenkin yliarvioida (Dunning-Kruger-efekti), mikä johtaa sijoituskohteen valinnassa liiallisen riskinottoon ja sijoituskohteilla spekulointiin. Pitkäjänteinen sijoittaja ymmärtää, että yrityksen todellinen arvo perustuu tulevaisuuden menestyksen arviontiin ja yrityksen fundamenttitekijöihin, kuten kasvuun ja tuloksentelekykyyn.

1.2 Menetelmälliset valinnat

Tutkimuksessa on aina tutkimusongelma, joka ratkaistaan tutkimusmenetelmillä, ja tutkimukseen liittyy halu saada ymmärrys tietystä ilmiöstä sekä tuottaa tietoa päätöksentekoa varten. Tutkimuksen kuvaukset ja valinnat dokumentoidaan raportin muotoon, jotta lukijat voivat arvioida tulosten luotettavuutta. Tutkimusongelman ratkaisemista voidaan lähestyä karkeasti kahdella tavalla: laadullisella tai määrällisellä tutkimusmenetelmällä. (Kananen 2013, 22–23.)

Määrällisessä eli kvantitatiivisessa tutkimuksessa pyritään selvittämään lukumääriin liittyviä kysymyksiä, mikä edellyttää suurta otoskokoa. Aineistoa kerätään usein tutkimuslomakkeiden avulla ja tutkimuksessa asioita kuvataan numeerisesti, jolloin tuloksia voidaan havainnollistaa taulukoin ja kuvin.

Tutkimustulokset pyritään yleistämään laajempaan joukkoon tilastollisen päätelyn keinoilla. Kvantitatiivisen tutkimuksen avulla saadaan kartoitettua tilanne, mutta asioiden syyt voivat jäädä selvittämättä. (Heikkilä 2014, 15.)

Kvantitatiivisen tutkimuksen keskiössä ovat luvut sekä niiden väliset suhteet ja olennaista tutkimuksessa on ymmärtää ilmiötä, jotta voidaan tietää, mitä laskeaan. Tutkimus perustuu mittauksiin, jotka suoritetaan mittareilla. Mitattavia aineistoja kutsutaan muuttujiksi ja muuttujina voidaan pitää kaikkia mitattavissa olevia asioita, kuten sukupuolta, ikää tai ostoksen suuruutta. (Kananen 2010, 77–82.)

Kvalitatiivisen tutkimuksen avulla pyritään ymmärtämään tutkimuskohdetta ja selittämään sen käyttäytymisen ja päätöksien syitä. Tutkimusmenetelmä sopii toiminnan kehittämiseen, vaihtoehtojen etsimiseen ja sosiaalisten ongelmien tutkimiseen, ja tutkimuksen avulla voidaan esimerkiksi selvittää kuluttajien tarpeita markkinointia tai tuotekehitystä varten. Tutkimus rajataan pieneen määrään tapauksia ja tutkittavat valitaan usein harkinnanvaraisesti. (Heikkilä 2014, 15.)

Lähtökohtana kvalitatiivisessa tutkimuksessa on oikean elämän kuvaaminen ja kohdetta pyritään kuvaamaan mahdollisimman kokonaisvaltaisesti (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2014). Kvalitatiivisen tutkimuksen erityispiirre on, että siinä ei pyritä löytämään totuutta tutkittavasta asiasta. Tavoitteena on tutkimuksen aikana muodostuneiden tulkintojen avulla näyttää ihmisen toiminnasta jotakin, joka ei ole havaittavissa välittömästi. (Vilka 2015, 75.) Tutkimuksen tutkimusaineisto voi koostua tekstistä, sanoista, haastatteluista, dokumenteista, kuvista tai videoista (Kananen 2013, 26–27).

Yhtä tutkimusmenetelmää hyödyntämällä voi olla hankaluuksia saada kattavaa kuvaa tutkittavasta kohteesta, minkä vuoksi tutkimuksessa voidaan hyödyntää useita erilaisia aineistoja, teorioita ja menetelmiä eli triangulaatiota. Triangulaation muodot voidaan jakaa aineistotriangulaatioon, tutkijatriangulaatioon, teoritriangulaatioon ja menetelmätriangulaatioon. Menetelmätriangulaatiossa tutkimuskohdetta tutkitaan useammalla aineistonhankinta- ja tutkimusmenetelmällä eli samanaikaisesti hyödynnetään sekä kvalitatiivista että kvantitatiivista tutkimusmenetelmää. (Eskola & Suoranta 1998, 51–53.)

Kvalitatiivisen ja kvantitatiivisen tutkimusmenetelmän yhtäaikainen käyttö on vähäistä, vaikka sen edut ovat merkittävät. Menetelmätriangulaatio mahdollistaa syvällisen ymmärryksen saavuttamisen tutkimuskohteesta sekä tutkimuksen luotettavuuden parantamisen, mutta kasvattaa samalla tutkimukseen vaadittavaa aikaa ja voimavaroja. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2009, 16–17.)

Kokonaisvaltaista ymmärrystä sijoituskohteesta on mahdotonta saavuttaa vain laadullista tai määrällistä tutkimusmenetelmää soveltamalla. Esimerkiksi omistaja-arvon kasvusta kertovaan kvantitatiiviseen informaatioon vaikuttaa olennaisesti kvalitatiivinen informaatio yritysjohtajan kyvykkyydestä allokoida pääomia yrityksen pääomakustannuksen ylittäviin investointeihin. Tutkimuksen luotettavuuden kasvattamiseksi ja syvällisen ymmärryksen saavuttamiseksi tämä tutkimus toteutetaan yhdistämällä kvantitatiivinen ja kvalitatiivinen tutkimusmenetelmä. Kvantitatiivista tutkimusaineistoa edustavat yhtiön julkaisemat tilinpäätökset ja Damodaranin (2020) tietokannasta saatava eurooppalaisten pörssilistattujen autotoimialan yhtiöiden numeerinen data. Kvalitatiivista tutkimusaineistoa ovat vuosikertomukset, listalleottoesite, lehtiartikkelit, autotoimialaan liittyvät tutkimukset, verkossa sijaitsevat johdon haastattelut sekä yrityskauppa-asiantuntijan teemahaastattelu.

1.3 Aikaisemmat tutkimukset

Yrityksen analysointia ja arvonmäärittäystä on tutkittu sekä ammattikorkeakoulujen opinnäytetöissä että yliopistojen pro gradu -tutkielmissa. Tutkimuksia on tehty lukuisia sekä listaamattomien että listattujen yritysten arvonmäärittämisestä eri näkökulmista.

likka Jääskeläinen (2020) tutki opinnäytetyössään suomalaista terveysteknologiayhtiötä Revenio Group Oyj:tä sijoituskohteena. Sijoituspäätöksen tueksi laadittiin analyysi yhtiöstä, tutkittiin yhtiön historiallista arvostusta ja laskettiin yrityksen käypä arvo osinko-, kassavirta- ja lisäarvomallilla. Yhtiön arvonmäärittämiseen parhaiten todettiin soveltuvan kassavirta- ja lisäarvomalli. Osinkomallilla arvo laskettiin esimerkinomaisesti, sillä yhtiö oli jakanut osinkoa vain muutamana edellisena vuotena, mikä aiheutti epävarmuutta ennusteisiin. Tutkimuksen tuloksena Revenion todettiin olevan Helsingin pörssin tähtiyhtiö ja pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiä luonnehdittiin positiivisiksi. Sijoittajat olivat kuitenkin jo havainneet nämä seikat, minkä vuoksi yhtiön arvostuskertoimet olivat korkeat, mutta tulevaisuuteen katsovan pitkän aikavälin sijoittajan portfolioon yhtiö olisi kuitenkin houkutteleva poiminta. (Jääskeläinen 2020.)

Markus Oinonen (2019) tutki pro gradu -tutkielmassaan arvonmäärittymallien käyttökelpoisuutta ja estimaattivirheiden vaikutusta mallien tuloksiin. Yrityksen arvo tulisi olla sama jokaisella arvonmäärittymenettelmällä, jos arvonmäärittymässä käytettävät muuttujat arvioitaisiin oikein. Tutkimuksessa todettiin, että kassavirtamalli vaatii enemmän ennustamista sekä reagoi estimaattivirheisiin voimakkaammin kuin lisäarvomalli. Molempien mallien todettiin olevan käyttökelpoisia, kunhan tuloksia ja käytettyjä estimaatteja tarkastellaan kriittisesti. (Oinonen 2019.)

1.4 Opinnäytetyön rakenne

Opinnäytetyön luvuissa 2–4 perehdytään yritysanalyysin teoreettiseen viitekehukseen, joka keskittyy pitkäjänteiselle osakesijoittajalle olennaisiin fundamentitekijöihin. Luku 2 käsittelee liiketoiminnan ja strategian analysointia sisäisen ja ulkoisen analyysin näkökulmista. Lisäksi luvussa perehdytään historiallisen suorituskyvyn arviointiin tilinpäätös- ja tunnuslukuanalyysin avulla. Luvussa 3 käsitellään tulevaisuuden rahavirtoihin liittyvän riskin ja aika-arvon huomioivaa pääoman kustannusta sijoittajan näkökulmasta. Sijoittajat diskonttaavat tulevaisuuden rahavirrat pääoman kustannuksella, joten sillä on suuri merkitys sijoituskohteen houkuttelevuuteen. Luvussa 4 esitellään tutkimuksessa sovellettavat arvonmäärittymenettelmät, jotka ovat osinko-, kassavirta- ja lisäarvomalli sekä suhteellinen arvonmäärittymenettelmä.

Teoreettista viitekehystä sovelletaan Kamux Oyj:n analysoimiseen ja arvonmäärittymiseen luvussa 5. Luvun alussa esitellään kohdeyritys lyhyesti, minkä jälkeen syvennytään yrityksen fundamentteihin ja toteutetaan liiketoiminnan ja strategian analysointi. Liiketoimintaan ja strategiaan perehtymisen jälkeen tilinpäätöksistä analysoidaan historiallista kasvua, kannattavuutta, pääomarakennetta, maksuvalmiutta ja pääoman käytön tehokkuutta. Yritysanalyysin jälkeen määritellään pääoman kustannus ja suoritetaan arvonmäärittymä osinko-, kassavirta- ja lisäarvomallilla sekä suhteellisella arvonmäärittymenettelmällä. Arvonmäärittymässä hyödynnetään asiantuntijan teemahaastattelua, jotta teoria ja käytännön

kokemus voidaan yhdistää luotettavuuden kasvattamiseksi. Suhteellisen arvonmäärityksen tulosta verrataan markkinaperusteisesti eurooppalaisiin autotoimialla toimiviin yrityksiin, jotta voidaan arvioida, onko osake yli- tai aliarvostettu. Osakkeen käyvän arvon määrittämisen lisäksi toteutetaan herkkyysanalyysi, jotta voidaan arvioida ennustemuutosten vaikutusta kassavirta- ja lisäarvomalliin. Luvussa 6 esitellään tutkimuksen johtopäätökset, analysoidaan arvonmäärityksen tulosta suhteessa fundamentteihin ja vastataan tutkimuskysymyksiin. Luku 7 sisältää pohdintaa opinnäytetyön toteuttamisesta sekä luotettavuuden ja pätevyyden arviointia.

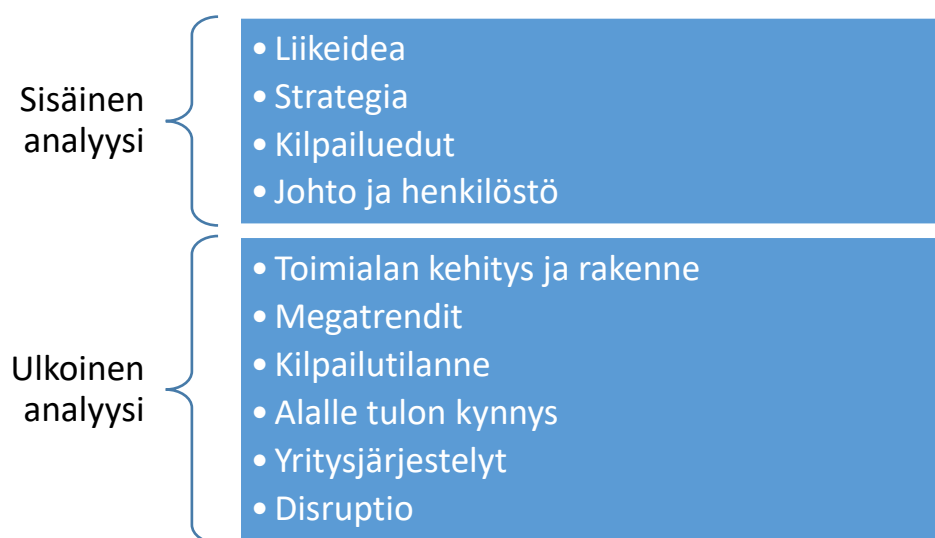
2 Yritysanalyysi

2.1 Liiketoiminnan ja strategian analysointi

Yrityksen liiketoiminnan ja strategian analysoiminen on keskeistä, jotta sijoittaja voi saada syvällisen ymmärryksen yrityksestä sijoituskohteena. Yrityksen arvo muodostuu tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvona, minkä vuoksi sijoittaja on kiinnostunut erityisesti pitkän aikavälin arvonluonnista, jossa strategialla on ratkaiseva rooli. Liiketoiminnan ja strategian analysoinnin avulla pyritään tunnistamaan yrityksen taloudelliset menestystekijät sekä riskit. Taloudellisiin menestystekijöihin lukeutuvat muun muassa liikeidea, markkinan koko, yrityksen asema markkinoilla, kilpailuetu sekä johdon ja henkilöstön osaaminen. Liiketoiminnan syvällinen ymmärtäminen on edellytys taloudellisten menestystekijöiden arviointiin ja liiketoimintaan liittyvien riskien tunnistamiseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 75–76.)

Liiketoiminnan ja strategian analysointi voidaan jakaa toimialatason ja yritystason analyysiin eli ulkoiseen ja sisäiseen analyysiin. Ulkoisessa analyysissä tarkastellaan talouden, kilpailijoiden, toimialan, teknologian sekä muiden ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yritykseen. Sisäisessä analyysissä pureudutaan yrityksen liikeideaan, kilpailuetuihin, investointimahdollisuuksiin ja henkilöstöön.

Toimialatason ja yritystason tekijät vaikuttavat konkreettisesti yrityksen taloudelliseen menestykseen ja sitä kautta myös yrityksen arvoon. (Katramo ym. 2013, 81–83.) Sisäisen ja ulkoisen analyysin tekijöitä on havainnollistettu kuviossa 1.



Kuvio 1. Sisäisen ja ulkoisen analyysin tekijöitä (Katramo ym. 2013, 81–83).

Arvonmäärittystä varten toteutetussa ulkoisessa analyysissä verrataan toimialaa suhteessa muihin toimialoihin sekä arvioidaan toimialan sisäistä kilpailutilannetta. Kilpailun kiristyminen toimialalla aiheuttaa laskupainetta myyntihintoihin ja kannattavuuteen. Toimialojen vertailussa tulee myös huomioida markkinoiden kasvun lisäksi toimialan syklisyys eli kuinka yleisessä taloudellisessa tilanteessa tapahtuvat muutokset vaikuttavat yritykseen. Toimialat ovat jatkuvassa muutoksessa, minkä vuoksi analyysin tekijän tulee pystyä ymmärtämään keskeiset erityispiirteet ja seikat, jotka vaikuttavat toimialan nykyiseen tilanteeseen sekä tulevaisuuden kehitykseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 80.)

Yrityksen arvo määräytyy sen tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen nykyarvon perusteella, ja yrityksen osakekurssi heijastaa osakemarkkinan näkemystä pitkän aikavälin kassavirroista. Tutkimusten mukaan yritysten osakekurssien tason oikeuttavat tulevien yli 10 vuoden kassavirtojen nykyarvo, minkä vuoksi johdon tulee keskittyä pitkän aikavälin arvonnluotiin. (Rappaport 2006.) Johdon tehtävänä on maksimoida tulevaisuuden kassavirrat luomalla omistaja-arvoa eli allokoimalla yrityksen pääomat siten, että pääoman tuotto ylittää pääoman kustannuksen. Omistaja-arvoa luodakseen yrityksen tulee ottaa toiminnassaan

huomioon kaikki sidosryhmät ja löytää tasapaino sidosryhmien näkökulmien välillä. Tarkastellessa osakkeenomistajien ja asiakkaiden näkökulmaa yrityksen tulee hinnoitella tuotteet siten, että se luo samanaikaisesti arvoa sekä asiakkaille että omistajille. Asiakkaat vaihtavat kilpailijalle, jos tuotteista veloitetaan maksimaalisesti osakkeenomistajien tyydyttämiseksi. Tuotteita ei kuitenkaan voi myydä liian edullisesti, koska silloin yritys ei kykene selviytymään taloudellisista velvoitteistaan osakkeenomistajiaan kohtaan tai luomaan uusia ja parempia tuotteita tai palveluja asiakkailleen. (Mauboussin 2011.)

2.2 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysi tarkoittaa yrityksen taloudellisen tilan arviointia päätöksenteon varten. Sijoituskohteena olevan yrityksen tilinpäätöksen analysoiminen on tärkeä osa sijoitusprosessia, eikä sijoituspäätöstä voida tehdä ilman huolellista tilinpäätösten analysointia. Rahoitusteorian sekä mallien, kuten osakkeen arvonmäärityksen, tuominen tilinpäätösanalyysin rinnalle, on kasvattanut tilinpäätösanalyysin käyttökelpoisuutta päätöksenteossa. (Kallunki 2014, 11–14.)

Tilinpäätöksiä hyödyntävät kaikki sidosryhmät, jotka ovat kiinnostuneita yrityksen taloudellisesta tilasta. Sidosryhmiin kuuluvat muun muassa osakkeenomistajat, lainoittajat, tavarantoimittajat, asiakkaat, johto ja työntekijät sekä viranomaiset. Sidosryhmät ovat vuorovaikutuksessa yrityksen kanssa ja edellyttävät informaatiota yrityksen taloudellisesta tilasta, ja erityisesti osakkeenomistajan näkökulmasta tilinpäätökset ovat tärkeä informaatiolähde, kun yritystä arvioidaan sijoituskohteena. Osakesijoittajat saavat tuottoa yrityksen arvon kasvassa tulokasvun myötä sekä osinkojen kautta, ja niiden historiallista tasoa voidaan arvioida tilinpäätösten avulla. (Kallunki 2014, 15–16; Salmi 2015, 12–13.) Tilinpäätöstietoja hyödynnettäessä tuleekin muistaa, että ne kuvaavat yrityksen toteutunutta kehitystä. Tilinpäätöstiedot ovat arvonmäärityksessä hyödyllisiä vain, jos niiden avulla voidaan ennustaa tulevaa. Strategisen analyysin yhdistäminen tilinpäätösanalyysiin antaa kuitenkin hyvän pohjan tulevaisuuden arvioinnille. (Kallunki & Niemelä 2012, 36.)

Euroopan unionin alueella listatut pörssiyritykset laativat tilinpäätöksen IFRS-normiston (International Financial Reporting Standards) mukaisesti. IFRS-raportoinnin tarkoitus on tuottaa taloudellista tietoa raportoivasta yhteisöstä oman pääoman ehtoisille ja vieraan pääoman ehtoisille sijoittajille. (Haaramo, Palmuaro & Peill 2020.)

IFRS-normisto koostuu kolmesta osasta: käsitteellisestä viitekehiksestä (framework), kansainvälisistä IFRS-tilinpäätösstandardeista (IAS/IFRS) ja tulkintaohjeista (IFRIC). Käsitteellisessä viitekehiksessä määritellään tilinpäätösinformaation tavoitteet sekä taloudellisen informaation laadulliset ominaisuudet ja rajoitteet. Opinnäytetyötä kirjoitettaessa voimassa on 16 IFRS-standardia, 41 IAS-standardia, 33 SIC-tulkintaohjetta ja 16 IFRIC-tulkintaohjetta. (Haaramo ym. 2020.) IFRS-tilinpäätöksen esittämistä koskevat vaatimukset sisältyvät IAS 1 -standardiin, jonka tarkoituksena on varmistaa tilinpäätösten vertailtavuus eri tilikausien ja yritysten välillä. IFRS-tilinpäätös koostuu taseesta, tuloslaskelmasta, oman pääoman muutoslaskelmasta, rahavirtalaskelmasta ja liitetiedoista. Tilinpäätöksessä korostuu etenkin taseen sekä liitetietojen merkitys. (Kallunki 2014, 25–26.)

Yritykset voivat vaikuttaa tilinpäätöksiinsä harkinnanvaraisilla kirjauksilla, minkä vuoksi tilinpäätökset oikaistaan vertailukelpoisiksi. Listaamattomilla yrityksillä tuloslaskelman ja taseen oikaisu on tarpeellista. Julkisten yhtiöiden IFRS-tilinpäätökset ovat usein vertailukelpoisia eikä merkittävää oikaisutarvetta ole. (Katramo ym. 2013, 84–85.) IFRS-tilinpäätöksessä kertaluontoisten tuottojen ja kulujen oikaiseminen voi kuitenkin olla tarpeellista, jotta yrityksen oikea operatiivinen tulostaso saadaan esille (Kallunki 2014, 24).

Uusin voimaantullut standardi on vuonna 2019 käyttöön otettu IFRS 16 vuokrasopimukset -standardi, jolla on merkittävä vaikutus vuokratiloissa toimivien yritysten tilinpäätöksiin ja tilikausien vertailukelpoisuuteen. Standardin myötä kaikki paitsi alle vuoden mittaiset ja vähäarvoiset vuokrasopimukset aktivoidaan taseeseen. Taseessa vaikutus näkyy siten, että oikeus käyttää vuokrattua hyödykettä kirjataan käyttöomaisuudeksi ja omaisuuserään liittyvä velvoite kirjataan vuokrasopimusvelaksi. Tuloslaskelmassa vuokria ei enää kirjata liiketoiminnan

muihin kuluihin, vaan ne kirjataan poistoiksi ja rahoituskuluksi. (PwC 2016.) Opinnäytetyön tutkimuksen kohteena olevan Kamux Oyj:n taseen loppusummaa standardin voimaantulo kasvatti 33 prosentilla eli 38,3 miljoonaa euroa. Vaikutus tullaan ottamaan huomioon tunnuslukuja analysoidessa.

2.3 Tunnuslukuanalyysi

Tunnuslukuanalyysin avulla tiivistetään tilinpäätösanalyysistä saatavaa informaatiota yksittäisen tunnusluvun muotoon. Yrityksen taloudellista asemaa voidaan mitata kasvun, kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden näkökulmasta. Tunnuslukuanalyysin tarkoituksena on laskea vertailukelpoisesta tuloslaskelmasta, taseesta ja rahavirtalaskelmasta tunnuslukuja sekä tehdä lukujen pohjalta päätelmiä yrityksen taloudellisesta asemasta. Tunnuslukuanalyysin avulla laskettavat luvut ovat usein suhdelukuja, jolloin myös eri kokoisia yrityksiä voidaan verrata keskenään. (Salmi 2015, 257–258.)

Tunnusluvut lasketaan jakamalla valittu tuloslaskelman tai taseen erä toisella yrityksen kokoa kuvaavalla tilinpäätöserällä. Yleisimpiä yrityksen kokoa kuvaavia eriä ovat liikevaihto, oma pääoma ja taseen loppusumma. Tunnuslukuanalyysiä toteutettaessa on varmistettava, että tunnusluvut on laskettu kaikille tarkasteltavana oleville yrityksille samalla tavalla. (Kallunki & Niemelä 2012, 46–47.)

2.3.1 Kasvu

Kasvua pidetään yrityksen menestymisen mittarina, sillä vain kasvava yritys voi pitkällä aikavälillä luoda lisäarvoa. Yritys voi kasvaa joko orgaanisesti tai epäorgaanisesti. Orgaanisella kasvulla tarkoitetaan yrityksen sisäistä kasvua eli jo olemassa olevan liiketoiminnan kasvattamista ja epäorgaaninen kasvu on yritysostoin tapahtuvaa kasvua. Yritysostoin toteutettavassa kasvussa on monia riskitekijöitä, kuten se, että ostettavan liiketoiminnan integrointiprosessi voi osoittautua luultua hankalammaksi kulttuurierojen vuoksi tai myynti- ja kustan-

nussynergioita voi jäädä realisoitumatta. (Kallunki 2014, 111–112.) Yritysjohdolla on tutkimusten mukaan taipumus tehdä yritysostoja, jotka kasvattavat yrityksen kokoa luomatta omistaja-arvoa. Yritykseen palkatun johdon ja omistajien ollessa eri henkilöitä voivat heidän tavoitteensa olla erilaisia, jolloin päämies-agenttisuhteessa voi ilmetä ongelmia. Johto voi esimerkiksi arvostaa liikevaihdon ja taseen kasvua enemmän kuin osakkeenomistajien omistaja-arvon maksimointia. Ongelman syntymistä voidaan pyrkiä estämään yhtenäistämällä johdon ja omistajien kannustimet esimerkiksi osakeoptiojärjestelyllä. (Niskanen & Niskanen 2016, 14–15.)

Kasvu luo omistaja-arvoa vain silloin, kun kasvuinvestointien tuotto on korkeampi kuin investointeihin sitoutuneen pääoman kustannus. Tulorahoituksella eli voittovaroilla rahoitettavan kasvun tuotto tulee olla oman pääoman kustannusta korkeampi, jotta kasvu luo omistaja-arvoa. Tulorahoituksella tehdyt investoinnit pääoman kustannusta korkeammalla tuotolla ovat merkki laadukkaasta yhtiöstä. Investointeja tarkastellessa tulee ottaa huomioon käytettävä oman ja vieraan pääoman suhde, sillä vieraalla pääomalla rahoitettava kasvu lisää yrityksen rahoitusriskiä. Mikäli pääoman kustannusta ylittäviä investointikohteita ei ole näköpiirissä, tulee pääomat palauttaa omistaja-arvon maksimoimiseksi omistajille joko osinkoina tai ostamalla omia osakkeita. (Kallunki 2014, 112–113.)

KPMG:n vuonna 1999 toteuttamassa tutkimuksessa selvitettiin vuosina 1996–1998 tehtyjä suuria kansainvälisiä yrityskauppoja. Yritysten oman pääoman arvon trendiä seurattiin ennen yrityskauppaa ja vuosi yrityskaupan jälkeen. Tutkimuksessa paljastui, että vain 17 % yritysostoista lisäsivät omistaja-arvoa, 30 % eivät merkittävästi luoneet tai tuhonneet omistaja-arvoa ja jopa 53 % tuhosivat omistaja-arvoa, eli yhteensä 83 % yrityskaupoista eivät lisänneet omistaja-arvoa. Yritysostoissa onnistuneet yritykset priorisoivat ennen kauppaa johtoryhmän valintaa, kulttuurierojen selvittämistä, kommunikaatiota, synergioiden arviointia, integraatioprosessia sekä due diligencea eli ennen yrityskauppaa tehtäviä tutkimuksia ja selvityksiä. (KPMG 1999.)

Samankaltaisiin johtopäätöksiin päädyttiin Boston Consulting Groupin (2011) julkaisemassa raportissa, jossa tutkittiin 26 444 yrityskauppaa, jotka toteutettiin

vuosina 1988–2010. Yritysten markkina-arvoa seurattiin kaksi vuotta transaktion jälkeen ja kehitystä verrattiin relevanttiin osakeindeksiin. Tutkimuksessa selvisi, että yli 50 % yrityskaupoista tuhosivat arvoa pitkällä aikavälillä. (Boston Consulting Group 2011.) Yritysjohdajille toteutetun kyselyn mukaan yleisimmät syyt yrityskauppojen epäonnistumiseen liittyvät transaktioiden jälkeiseen aikaan eli integraatioprosessin monimutkaisuuteen, kulttuurieroihin ja alhaisiin synergioihin. Vastaajista 47 %:n mukaan yrityskauppojen menestystä mitataan ensisijaisesti kannattavuudella ja 30 %:n mukaan liikevaihdolla. Vastaajista vain 28 %:n mukaan ensisijainen mittari menestyksen arviointiin on omistaja-arvo ja 12 %:n mukaan omistaja-arvo ei ole tärkeä tekijä mitattavaksi. (Boston Consulting Group 2015.)

2.3.2 Kannattavuus

Kannattavuutta on pidetty yrityksen tärkeimpänä toimintaedellytyksenä, sillä tappiollisella yrityksellä ei ole toimintaedellytyksiä pitkällä aikavälillä. Kannattavuutta voidaan mitata sekä absoluuttisesti että suhteellisesti ja kannattavuuden mittarit jaetaan usein kahteen ryhmään: liikevaihtoon suhteutettuihin katemittareihin ja pääomaan suhteutettuihin tuottomittareihin. (Alma Talent 2020a.) Liikevaihtoon suhteutetut katemittarit lasketaan jakamalla tuloslaskelman erä liikevaihdolla. Katemittarit kuvaavat yrityksen hinnoitteluvoimaa sekä kuinka hyvin kustannustenhallinnassa on onnistuttu.

Myyntikate

Myyntikate on tukku- ja vähittäiskaupassa usein käytetty tunnusluku. Myyntikatella kuvataan koko yrityksen myynnin katetta ja vaadittava katetaso on riippuvainen muun muassa kiinteiden kulujen, investointien ja käyttöpääoman rahoitustarpeesta. Matala myyntikatetaso voi kertoa yrityksen heikosta hinnoitteluvoimasta tai kevyellä kulurakenteella toimivat yritykset voivat myös hakea kilpailuetua ja suurempaa myyntivolyymia. Tuloslaskelmassa ei enää

erotella kuluja muuttuviin ja kiinteisiin, joten yrityksen ulkopuolisten tilinpäätös-tarkastelijoiden voi olla mahdotonta laskea myyntikatetta. (Alma Talent 2020b.)

Myyntikate lasketaan vähentämällä myynnistä muuttuvat kustannukset. Myynti-katteen tulee olla niin suuri, että sillä voidaan kattaa kiinteät kustannukset ja ha-luttu voitto. Myyntikate-% lasketaan seuraavasti:

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

(Jormakka, Koivusalo, Lappalainen & Niskanen 2015, 152.)

Bruttokate

Toimintopohjaisesta tuloslaskelmasta voidaan laskea myyntikatteen sijaan brut-tokate, joka lasketaan liikevaihdon ja tavaroiden hankintamenon erotuksena. Bruttokatteen avulla voidaan tarkastella tuotannon kannattavuutta ja yrityksen kykyä vastata markkinamuutoksiin. Bruttokate-% lasketaan seuraavasti:

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

(Salmi 2015, 166.)

Liiketulos

Liiketulos on virallisen tuloslaskelman ensimmäinen välitulos. Liiketulos kertoo, kuinka paljon yrityksen tuotoista on jäänyt jäljelle operatiivisten kulujen vähentä-misen jälkeen. Liiketulosprosentin avulla voidaan verrata saman toimialan yri-tysten operatiivista kannattavuutta. Yritysten rahoitusrakenteilla ole vaikutusta lukuun, sillä rahoituskulut jätetään tunnusluvussa huomioimatta. Tunnuslukua

analysoidessa tuleekin ottaa huomioon, että korkokulut voivat olla erittäin suuret, jos yrityksellä on paljon vierasta pääomaa. Liiketulos-% lasketaan seuraavasti:

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

(Alma Talent 2020c.)

Liiketulosprosenttia tarkastellessa voidaan käyttää seuraavia ohjearvoja:

yli 10 % = hyvä

5 - 10 = tyydyttävä

alle 5 % = heikko

(Yritystutkimus ry 2017, 65).

Nettotulos

Nettotulosta pidetään yrityksen varsinaisen toiminnan tuloksena. Positiivinen nettotulos indikoi, että yritys on selviytynyt varsinaisella liiketoiminnallaan lainojen koroista sekä käyttöpääoman ja investointien omarahoituksesta. (Alma Talent 2020d.) Tunnusluku lasketaan lisäämällä liiketulokseen rahoitustuotot ja vähentämällä rahoituskulut sekä verot. Nettotulos-% lasketaan kaavalla:

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

(Yritystutkimus ry 2017, 65.)

Nettotulosprosentille ei ole ohjearvoja. Nettotuloksen riittävyys on riippuvainen yrityksen strategiasta, pääomarakenteesta ja toimialasta. Mikäli yrityksen omistajilla on suuret osingonjakotavoitteet, tulee myös nettotuloksen olla suuri, jotta osingonjako on mahdollista. (Salmi 2015, 168.)

Sijoitetun pääoman tuotto

Sijoitetulla pääomalla tarkoitetaan pääomaa, jonka sijoittajat vaativat tuottoa sijoituksilleen. Tällaisia sijoittajia ovat lainanantajat eli vieraan pääoman ehtoiset sijoittajat sekä osakkeenomistajat eli oman pääoman ehtoiset sijoittajat. Sijoitettu pääoma vaatii tuottoa joko korkoina tai osinkoina, minkä vuoksi siirtovelat ja muut korottomat velat vähennetään sijoitetusta pääomasta. Sijoitetun pääoman määrä lasketaan seuraavasti:

$$\text{Sijoitettu pääoma} = \text{Taseen loppusumma} - \text{Koroton vieras pääoma}$$

(Jormakka ym. 2015, 131; Salmi 2015, 178.)

Sijoitetun pääoman vähimmäistuottona on pidetty yrityksen maksamaa korkoa vieraalle pääomalle. Tulee kuitenkin ottaa huomioon, että oman pääoman sijoittajat vaativat riskisemmälle sijoitukselleen korkeampaa tuottoa, jolloin sijoitetun pääoman tuoton tulisi olla lainakorkoa korkeampi. (Alma Talent 2020e.) Voidaan ajatella, että sijoitetun pääoman tuotto tulisi olla vähintään yrityksen keskimääräisen rahoituskustannuksen tasolla, mikä lasketaan oman ja vieraan pääoman painotettuna keskiarvona (Jormakka ym. 2015, 131). Tätä käsitellään opinnäytetyön luvussa 3. Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROI) lasketaan seuraavalla kaavalla:

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

(Yritystutkimus ry 2017, 67).

Sijoitetun pääoman tuotolle voidaan antaa seuraavat ohjearvot:

hyvä > 15 %

tyytyttävä 5–14 %

heikko < 5 %

(Salmi 2015, 179).

Oman pääoman tuotto

Oman pääoman tuottoa tarkasteltaessa näkökulmaa rajataan yrityksen osakkeenomistajien pääomapanokseen ja tuottoon. Oman pääoman tuottoastetta arvioidessa tulee huomioida osakkeenomistajan sijoitukseen liittyvä tuottovaatimus eli riski. Osakkeenomistajat ovat konkurssitilanteessa huonommassa asemassa kuin lainoittajat, minkä vuoksi oman pääoman ehtoisilla sijoittajilla on korkeampi riski pääoman menettämiseen. Tämän vuoksi he vaativat sijoituksilleen korkeampaa tuottoa kompensoidakseen riskejä. (Salmi 2015, 182–183.) Oman pääoman tuotto-% tulee olla korkeampi kuin osakkeenomistajan tuottovaatimus, jotta yritys tuottaa omistaja-arvoa. Osakkeenomistajien tuottovaatimus voidaan määrittellä CAP-mallin avulla. CAP-mallia ja omistaja-arvoa käsitellään luvussa 3. Oman pääoman tuotto-% lasketaan seuraavasti:

$$\text{Oman pääoman tuotto} - \% = 100 \times \frac{\text{Nettotulos (12kk)}}{\text{Oikaistu oma pääoma keskimäärin}}$$

(Yritystutkimus ry 2017, 68).

Oman pääoman tuoton viitteelliset ohjearvot ovat:

<i>erinomainen</i>	<i>yli 20 %</i>
<i>hyvä</i>	<i>15– 20 %</i>
<i>tyytyttävä</i>	<i>10– 15 %</i>
<i>välttävä</i>	<i>5– 10 %</i>
<i>heikko</i>	<i>alle 5 %</i>

(Alma Talent 2020f).

Oman pääoman tuottoa tarkastellessa tulee ottaa huomioon yhtiön pääomarakenne. Oman pääoman tuottoa saadaan kasvatettua velkavetoisella taseella,

mikä heikentää vakavaraisuutta ja kasvattaa yrityksen riskiprofilia. (Salmi 2015, 184.)

2.3.3 Pääomarakenne

Yrityksen kokonaisriski muodostuu liikeriskistä ja rahoitusriskistä. Liikeriskillä tarkoitetaan suhdannevaihteluista johtuvaa kannattavuuden vaihtelua. Liikeriski on korkea erityisesti syklisillä toimialoilla, kuten konepajateollisuudessa, jossa valmistetaan investointihyödykkeitä. Sykliset yritykset voivat tasapainottaa kokonaisriskiään matalammalla rahoitusriskillä eli vieraan pääoman määrällä. Matalan liikeriskin yritykset, kuten kiinteistö-sijoitusyhtiöt, voivat kasvattaa rahoitusriskiään ja hyödyntää velkavipua merkittävästi, sillä heidän kassavirtansa on tasainen myös huonossa suhdanteessa. Sitoutuneen pääoman tuoton maksimoimiseksi yritysten tulee löytää liiketoiminnalleen optimaalinen pääomarakenne. Vierasta pääomaa hyödyntämätön yritys ei pääse hyötymään velan vipuvaikutuksesta, jolloin oman pääoman tuotto jää matalammaksi kuin velkavipua hyödyntävällä yrityksellä. Toisaalta liiallinen vieraan pääoman käyttö voi johtaa rahoituskriisiin. (Kallunki 2014, 114–115.)

Vakavaraisuuden tunnusluvut lasketaan taseesta, ja ne kuvaavat yrityksen pääomarakennetta eli oman ja vieraan pääoman suhdetta. Omaa pääomaa on kaikki se pääoma, joka ei ole vierasta pääomaa. Vakavaraisella yrityksellä omaa pääomaa on niin paljon, että yritys pystyy maksamaan vieraasta pääomasta aiheutuvat korkokustannukset myös huonoina aikoina. (Niskanen & Niskanen 2016, 59; Salmi 2015, 187.)

Nettovelkaantumisaste

Nettovelkaantumisaste kuvaa yrityksen velkaantumisastetta mittaamalla korollisen nettovelan ja oman pääoman suhdetta. Korollinen nettovelka on velan määrä, mitä ei voida maksaa välittömästi takaisin lainoittajille, ja se lasketaan

vähentämällä korollisista veloista likvidit rahavarat. (Alma Talent 2020g.) Vähentämällä korollisesta vieraasta pääomasta sijoitusvarallisuus, saadaan vertailukelpoinen ja todellista operatiivista velkaantumista kuvaava tunnusluku. Nettovelkaantumisaste voi myös olla negatiivinen, jolloin likvidit rahavarat ylittävät korollisen vieraan pääoman määrän. (Kallunki 2014, 118.) Nettovelkaantumisaste (Net Gearing) lasketaan:

$$\text{Net Gearing} = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma} - \text{Rahat ja rahoitusarvopaperit}}{\text{Oikaistu oma pääoma}}$$

(Yritystutkimus ry 2017, 71).

Ohjeelliset arvot nettovelkaantumisasteelle ovat:

< 50 % *hyvä*

51–100 % *tyyydyttävä*

> 100 % *heikko*

(Salmi 2015, 189).

Omavaraisuusaste

Omavaraisuusasteella mitataan vakavaraisuutta, ja se kuvaa kuinka suuri osa yrityksestä on rahoitettu omalla pääomalla. Tunnusluvulla kuvataan pääomarakennetta koko toiminnan näkökulmasta, sillä siinä on mukana sekä sijoitusvarallisuus että koroton vieras pääoma. Vakaalla ja suhdanneriippumattomalla toimialalla liiketoimintaa voidaan harjoittaa matalammalla omavaraisuusasteella kuin syklisellä toimialalla. (Kallunki 2014, 119–120; Salmi 2015, 188.)

Korkean omavaraisuuden omaavilla yhtiöillä on enemmän liikkumavaraa ja parempi kyky reagoida toimintaympäristön muutoksiin verrattuna heikon omavaraisuuden omaaviin yhtiöihin. Taloudellisen tilanteen heiketessä omavaraiset yhtiöt kykenevät selviytymään mahdollisista tappioista ja velvoitteista pitkällä

aikavälillä. (Alma Talent 2020h.) Omavaraisuusaste lasketaan vähentämällä taseen loppusummasta saadut ennakot seuraavasti:

$$\begin{aligned} \text{Omavaraisuusaste} - \% \\ = 100 \times \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma} - \text{Saadut ennakot}} \end{aligned}$$

Omavaraisuusasteen viitteelliset ohjearvot ovat seuraavat:

yli 40 % hyvä

20–40 % tyydyttävä

alle 20 % heikko

(Yritystutkimus ry 2017, 70.)

2.3.4 Maksuvalmius

Maksuvalmiudella eli likviditeetillä tarkoitetaan kykyä selviytyä päivittäisistä maksuista. Yrityksen tulisi selviytyä maksuista myös mahdollisimman edullisesti eli ilman viivästyskorkoja ja kassa-alennukset hyödyntäen. Yrityksen kassassa tulee olla rahaa tai muuta nopeasti realisoitavissa olevaa likvidiä omaisuutta, jotta se selviää yllätyksellisistä menoista. Maksuvalmiutta kuvaavat mittarit perustuvat taseen lyhytvaikutteisiin eriin eli kassaan, myyntisaataviin, arvopapereihin ja varastoon. (Niskanen & Niskanen 2016, 61; Salmi 2015, 198–199.)

Likviditeettiä mitataan tunnusluvuilla, jossa likvidit rahavarat ja muu likvidi omaisuus suhteutetaan lyhytaikaisiin velkoihin. Heikkoutena likviditeetin tunnusluvuissa on, että ne mittaavat maksuvalmiutta vain tilinpäätöspäivän tilanteen mukaan eli maksuvalmiutta mitataan vain yhden päivän osalta. Kausivaihteluita ei oteta huomioon, jolloin yrityksen maksuvalmiudesta voi saada väärän kuvan. (Kallunki 2014, 123.)

Quick ratio

Quick ratio eli happotesti mittaa välitöntä maksuvalmiutta, jossa likviditeetiksi lasketaan vain rahoitusomaisuus eli käteiskassa, pankkitilit ja rahoitusarvopaperit. Tunnusluku ei huomioi muuta nopeasti rahaksi muutettavaa omaisuutta, kuten vaihto-omaisuutta. Yrityksen tulee välttää ylikviditeettiä, koska tällöin ta- seessa on paljon heikosti tuottavia lyhytaikaisia sijoituksia, mikä laskee yritykseen sitoutuneen pääoman tuottoa. (Kallunki 2014, 123–124; Salmi 2015, 201–202.) Tunnusluku lasketaan jakamalla rahoitusomaisuuden määrä lyhytai- kaisilla veloilla:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus} - \text{Osatuloutuksen saamiset}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{Lyhytaikaiset saadut ennakot}}$$

(Yritystutkimus ry 2017, 74).

Viitteelliset ohjearvot tunnusluvulle ovat:

<i>yli 1</i>	<i>hyvä</i>
<i>0,5– 1</i>	<i>tyytyttävä</i>
<i>alle 0,5</i>	<i>heikko</i>

(Yritystutkimus ry 2017, 75).

Current ratio

Current ratioissa tarkastellaan maksuvalmiutta quick ration tavoin, mutta tarkas- teluperspektiivi on pidempi. Tunnusluvussa oletetaan, että myös vaihto-omai- suus voitaisiin realisoida velvoitteista selviytymiseen. (Yritystutkimus ry 2017, 75.) Tunnuslukua tarkastellessa tuleekin huomioida, että onko yrityksen vaihto- omaisuus todellisuudessa realisoitavissa velkojen hoitamiseen (Salmi 2015,

203). Vaihto-omaisuus voi myös olla epäkuranttia sekä arvostettu taseessa väärin, jolloin vaihto-omaisuuden realisointiarvo ei vastaa tasearvoa (Kallunki 2014, 125). Current ratio lasketaan seuraavasti:

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

Tunnusluvun viitteelliset ohjearvot ovat:

yli 2 hyvä
 1-2 tyydyttävä
 alle 1 heikko

(Yritystutkimus ry 2017, 75.)

Nettokäyttöpääoma

Nettokäyttöpääoma kertoo pitkäaikaisella vieraalla pääomalla ja omalla pääomalla rahoitettavan rahoitus- ja vaihto-omaisuuden määrän. Rahoitus-omaisuudella tarkoitetaan lyhytaikaisia saamisia, rahavaroja ja rahoitusarvopapereita. Yrityksen liikevaihdon kasvaessa yleensä nettokäyttöpääoman tarve kasvaa, minkä vuoksi nettokäyttöpääoma suhteutetaan liikevaihtoon. Laskukaava on seuraava:

$$\text{Nettokäyttöpääoma} = \text{Vaihto - omaisuus} + \text{Rahoitusomaisuus} - \text{Lyhytaikainen vieras pääoma}$$

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

(Alma Talent 2020i.)

Nettokäyttöpääomaa seuraamalla havaitaan, kuinka nettokäyttöpääoma reagoi liikevaihdon muutoksiin. Tehokkaasti toimivalla yrityksellä nettokäyttöpääoma-prosentti ei kasva liikevaihdon kasvaessa, jolloin kasvuun ei tarvitse sitoa lisää pääomaa. (Kallunki 2014, 126.)

2.3.5 Pääoman käytön tehokkuus

Kiertoaikatunnusluvut mittaavat yrityksen käyttöpääoman käytön tehokkuutta. Käyttöpääoman sitoutuminen liiketoimintaan tulee minimoida, sillä se rahoitetaan pitkäaikaisella omalla ja vieraalla pääomalla. Toisaalta nettokäyttöpääomaa ei voida minimoida siten, että maksuveloitteet jäävät hoitamatta tai liiketoimintaprosessit katkeavat liian alhaisten varastotasojen vuoksi. Käyttöpääoma minimoidaan mahdollisimman pienellä myyntisaamisten ja vaihto-omaisuuden määrillä sekä pitämällä ostovelat mahdollisimman suurina. Tästä seuraa, että liiketoimintaan sitoutuu mahdollisimman vähän käyttöpääomaa samaan aikaan, kun korottomat ostovelat rahoittavat toimintaa. (Kallunki 2014, 128–129.)

Myyntisaamisten kiertoaika

Myyntisaamisten kiertoaika kertoo, kuinka monta päivää keskimäärin kuluu, kunnes myyntisaamiset tuloutuvat rahavaroiksi yrityksen kassaan. Myyntisaamisia syntyy, koska käteiskauppa ei ole mahdollinen esimerkiksi myytävän tuotteen korkean hinnan vuoksi. (Salmi 2015, 214–215.)

Kun yritys ei saa suoritusta heti kassaan myynnin yhteydessä, se joutuu rahoittamaan myyntihetken ja maksuhetken välisen ajan käyttöpääomalla. Myyntisaamisten kiertoaikaa voidaan lyhentää maksuehtoja kiristämällä ja tehokkaalla perinnällä. Myyntisaamisten kiertoaika voidaan laskea seuraavalla kaavalla:

$$\text{Myyntisaamisten kiertoaika} = \frac{\text{Myyntisaamiset}}{\text{Liikevaihto}} \times 365$$

(Kallunki 2014, 128–130.)

Ostovelkojen kiertoaika

Ostovelkojen kiertoaika kertoo, kuinka monessa päivässä yritys maksaa keskimäärin ostonsa. Sääntönä ostovelkojen kiertonopeudelle on pidetty, että se ylittäisi myyntisaamisten kieroajan, jolloin tavantoimittajat rahoittavat yrityksen toimintaa. Kiertoaika lasketaan seuraavasti:

$$\text{Ostovelkojen kiertoaika} = 365 \times \frac{\text{Ostovelat}}{\text{Aine – ja tarvikeostot (12kk)}}$$

Pitkä kiertoaika voi viitata maksuvaikeuksiin, varsinkin jos yrityksen muut tunnusluvut ovat heikkoja. Mitä nopeammin ostovelat kiertävät, sitä nopeammin yritys pystyy hoitamaan ostovelkansa sekä hyödyntämään mahdolliset kassalennukset. (Alma Talent 2020j.)

Vaihto-omaisuuden kiertoaika

Varaston määrä on yksi tärkeimmistä käyttöpääomanhallinnan alueista. Sitä tulee olla riittävästi, jotta toimitusvarmuus on hyvällä tasolla, mutta toisaalta varaston ylläpidosta koituu kustannuksia yritykselle. Vaihto-omaisuuden kiertoaika kertoo yrityksen varastoinnin tehokkuudesta mittaamalla, kuinka kauan pääoma sitoutuu vaihto-omaisuuteen. (Salmi 2015, 212–214.) Vaihto-omaisuuden kiertoaika päivissä lasketaan seuraavasti:

$$\text{Vaihto – omaisuuden kiertoaika (päivää)} = 365 \times \frac{(\text{Vaihto – omaisuus} + \text{Vaihto – omaisuuden ennakkomaksut})}{\text{Aine – ja tarvikekäyttö}}$$

Vaihto-omaisuuden kiertoaikalla on keskeinen merkitys vähittäiskaupan yritysten kannattavuudella sekä tulorahoitukselle. Vaihto-omaisuutta hallitaan tehokkaasti, kun tunnusluku on alhainen. Tunnusluku on toimialakohtainen, joten sitä tulee verrata toimialan keskimääräisiin kiertoaikoihin. (Alma Talent 2020k.)

3 Pääoman kustannus

Pääoman kustannus eli pääoman tuottovaatimus liittyy riskiin, ja se on keskeinen osa yritysrahoitusta. Yritys käyttää pääoman kustannusta tarkastellessaan investointiensa kannattavuutta ja määrittäessä taseen omaisuuserien arvoja. Oman pääoman sekä vieraan pääoman ehtoiset sijoittajat taas ovat kiinnostuneita yrityksen riskistä diskontatessaan tulevaisuuden kassavirtoja nykyarvoon, mikä heijastuu sijoittajien vaatimaan tuottoon. Termiä pääoman kustannus käytetään tarkastellessa riskiä yrityksen näkökulmasta ja tuottovaatimusta, kun riskiä tarkastellaan sijoittajien näkökulmasta. (Kallunki & Niemelä 2012, 138.)

Sijoittajat saavat tuoton sijoitukselleen tulevaisuuden rahavirtoina, minkä vuoksi eri aikoina saataviin rahavirtoihin liittyvä riski ja aika-arvo tulee huomioida arvonmäärityksessä. Mitä kauempana tulevaisuudessa rahavirta on, ja mitä enemmän epävarmuutta rahavirtoihin liittyy, sitä enemmän sijoittajat vaativat tuottoa. Sijoittajat diskonttaavat tulevaisuuden rahavirrat nykyhetkeen käyttämällä pääoman tuottovaatimusta, joka ottaa huomioon rahan aika-arvon sekä riskin. Oman pääoman sijoittajien tuotto ei ole ennalta määritelty, kuten vieraan pääoman sijoittajien tuotto on koron muodossa. Konkurssitilanteissa oman pääoman sijoittajat ovat heikoimmassa asemassa, minkä vuoksi osakesijoittajien riski on huomattavasti vieraan pääoman sijoittajia korkeampi. Korkeamman riskin vuoksi oman pääoman ehtoisten sijoittajien tuottovaatimus on korkeampi kuin vieraan pääoman ehtoisten sijoittajien. (Katramo ym. 2013, 144–147.)

Pitkäjänteisen sijoittajan näkökulmasta tuottovaatimukseen liittyy läheisesti käsite omistaja-arvo. Omistaja-arvoa luovien yritysten pääoman tuotto ylittää pitkällä aikavälillä sijoittajien tuottovaatimuksen, ja näin ollen nämä yhtiöt kasvattavat omistajiensa varallisuutta. Positiivinen tulos tuloslaskelmassa ei siis riitä omistaja-arvon kasvattamiseen. Omistajien tuottovaatimusta matalampaa tulosta tekevät yritykset tuhoavat omistaja-arvoa eivätkä tule menestymään pitkällä aikavälillä. Omistaja-arvon tuhoaminen johtaa yrityksen pääoman kustannuksen kasvuun, mistä seuraa investointimahdollisuuksien heikkeneminen ja

tätä kautta tulostason lasku ja lopulta konkurssi. (Kinnunen 2019.) Warren Buffett, joka on yksi maailman tunnetuimmista ja menestyneimmistä sijoittajista, onkin sanonut että, ”Aika on hyvän yhtiön ystävä ja keskinkertaisen vihollinen”.

Pitkällä aikavälillä omistaja-arvoa luovia yhtiöitä voidaan kutsua ns. compounder-yhtiöiksi, sillä ne kumuloivat omistaja-arvoa jatkuvasti. Compounder-yhtiöllä on usein kestävä kilpailuetu, jonka turvin yhtiö voi tehdä jatkuvasti kilpailijoitaan korkeampaa pääoman tuottoa. Compounder-yhtiöllä on myös kyky uudelleensijoittaa pääomat korkealla tuotto-odotuksella, jolloin yrityksen arvo kasvaa käytännössä joka päivä ja ennen pitkää osakekurssi seuraa perässä. Sijoittajan kannalta negatiivinen puoli on, että compounder-yhtiöt ovat jatkuvan omistaja-arvon luonnin vuoksi usein kalliita. Kilpailuetujen sisällä tapahtuva kasvu kuitenkin neutralisoi arvostuksen usein muutamassa vuodessa, minkä vuoksi aika on omistaja-arvoa luovaan compounder-yhtiöön sijoittavan puolella. (InderesPodi 62.)

3.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimus on vieraan pääoman sijoittajien vaatima korko lainapääomalle. Vierasta pääomaa ovat usein pankkilainat tai pitkäaikaiset joukkolainat. Vieraan pääoman tuottovaatimus on usein helpoiten määriteltävissä, sillä se on konkreettinen kassasta maksu yritykselle. Tuottovaatimus voidaan määrittää olemassa olevan vieraan pääoman keskikorkona, uusien lainojen keskikorkona, jos ne uudelleen rahoitettaisiin tai lisäämällä yrityskohtainen tuottolisä riskittömän koron päälle. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 73.)

3.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittely on hankalampaa, sillä sitä ei ole suoraan nähtävillä. Oman pääoman tuottovaatimuksella tarkoitetaan hintaa, jolla yritys saa oman pääoman ehtoista rahoitusta markkinoilta investointeihinsa

ja siihen vaikuttaa sijoitukseen liittyvä riski. Osakkeen riskin ja tuottovaatimuksen välistä suhdetta voidaan arvioida Sharpen, Linterin ja Mossin kehittämällä Capital Asset Pricing -mallilla. (Kallunki ym. 2011, 74–75.)

CAP-mallissa oletetaan, että markkina koostuu riskiä kaihtavista sijoittajista, jotka pyrkivät mahdollisimman hyvään riski-tuotto-suhteeseen, ja joiden portfoliot ovat hajautettu eri omaisuuslajeihin (Wahlen, Baginski & Bradshaw 2014, 864–865). Sijoituksen kokonaisriski koostuu systemaattisesta riskistä sekä epäsystemaattisesta riskistä, ja sijoittajan tuottovaatimukseen vaikuttaa vain systemaattinen riski eli markkinariski. Markkinariskit, kuten inflaatio, valuuttakurssit ja korot vaikuttavat kaikkiin yrityksiin yhtäaikaaisesti, minkä vuoksi sijoittaja ei voi poistaa markkinariskiä portfoliostaan hajauttamalla useaan sijoituskohteeseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 150–151; Knüpfer & Puttonen 2017, 149.) Epäsysteemäattinen riski eli yrityskohtainen riski sen sijaan voidaan poistaa hajauttamalla eri kohteisiin, joten sillä ei ole vaikutusta sijoittajan tuottovaatimukseen. Yrityskohtaisiin riskeihin lukeutuvat toimiala- ja yrityskohtaiset riskit, kuten strategia, kilpailutilanne tai tärkeän asiakkaan konkurssi. (Knüpfer & Puttonen 2017, 148; Wahlen ym. 2014, 865.)

CAP-malli voidaan esittää Kallungin & Niemelän (2012, 150) mukaan seuraavan yhtälön mukaisesti:

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

$E(R_i)$ = Arvopaperin i odotettu tuotto

R_f = Riskitön tuotto

$E(R_m)$ = Markkinaportfolion odotettu tuotto

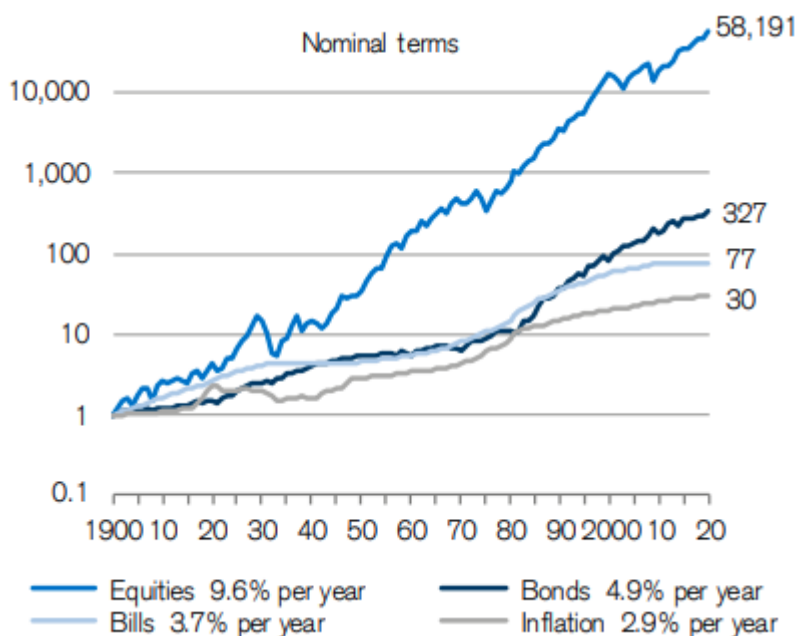
β_i = Arvopaperin i beeta – kerroin

Tuottovaatimus $E(R_i)$ koostuu riskittömästä tuotosta R_f ja riskilisästä $[E(R_m) - R_f]$. Riskitön tuotto on korvaus siitä, kun sijoitetaan riskittömiin arvopapereihin, kuten valtion liikkeelle laskemiin obligaatioihin eli joukkolainoihin. Riskitöntä korkoa määritettäessä, maturiteetiltaan eli juoksuajaltaan valitaan

usein 10 vuoden obligaatiolaina. Lisäksi tulee päättää, käytetäänkö arvonmäärityshetken riskitöntä korkoa vai lasketaanko se pidemmän aikavälin keskiarvona. (Kallunki & Niemelä 2012, 142.) Riskittömän koron tulee täyttää kaksi ehtoa: siinä ei saa olla konkurssiriskiä tai uudelleensijoittamisriskiä. Konkurssiriski voidaan välttää, mikäli valtio pystyy tarvittaessa painamaan lisää rahaa välttääkseen konkurssin. Uudelleensijoitusriski tarkoittaa riskiä siitä, että korkotuottoja ei pystyttäisikään enää uudelleen sijoittamaan alkuperäisellä korolla. (Katramo ym. 2013, 150–151.)

Riskilissä eli riskipreemio $[E(R_m) - R_f]$ on sitä suurempi, mitä riskisempi sijoituskohte on. Riskilissä kuvaa riskittömän tuoton R_f ylittävää osaa markkinaportfolion $E(R_m)$ tuotosta, ja markkinaportfoliolla tarkoitetaan kaikki sijoituskohteet sisältävää portfoliota. Toisin sanoen riskipreemio kuvastaa sitä, kuinka paljon sijoittajat vaativat riskittömän koron ylittävää tuottoa sijoittaakseen riskisempään kohteeseen. Riskipreemio voidaan määritellä vertaamalla osakkeiden historiallista tuottoa riskittömään tuottoon. Vaihtoehtoisesti voidaan määritellä arvonmääritysmallien avulla taso, jolla nykyinen osakemarkkinan arvostus toteutuu tai kysyä ammattimaisilta sijoittajilta. (Kallunki & Niemelä 2012, 150–152.)

Yhdysvaltojen osake- ja korkomarkkinan historialliset annualisoidut tuotot on esitetty kuviossa 2. Osakemarkkinan keskimääräinen vuotuinen nimellinen tuotto ajanjaksolla 1900–2019 on ollut 9,6 %. Riskittömänä pidetty omaisuusluokka eli pitkät korot ovat tuottaneet historiallisesti 4,9 % vuodessa ja lyhyiden korkojen tuotto on ollut 3,7 %. Osakemarkkinan tuotosta vähentämällä pitkän koron tuotto, voidaan laskea, että historialliseksi riskipreemioksi muodostuu 4,7 %.



Kuvio 2. Omaisuusluokkien nimelliset tuotot Yhdysvalloissa 1900–2019 (Credit Suisse 2020, 22).

Kuvio 2 korostaa sitä, kuinka tuottava riskisempänä pidetty osakemarkkina on pitkällä aikavälillä verrattuna turvallisempiin omaisuusluokkiin, kuten valtion velkakirjoihin. Yhden dollarin suuruinen sijoitus olisi kasvanut osingot uudelleen sijoitettuna nimellisesti 58 191 dollariin ja pitkiin korkoihin tehty sijoitus 327 dollariin. Sijoittajan on tärkeää muistaa sijoittaa saamansa osingot ja korkotuotot uudelleen, jotta korkoa korolle -ilmiö toimii täysimääräisesti. Yleisen hintatason nousun eli inflaation vaikutus ostovoimaan voidaan eliminoida vähentämällä tuotosta ajanjakson annualisoitu 2,9 % inflaatio. Inflaatiokorjattu eli reaalin osakemarkkinan tuotto on ollut 6,5 % vuodessa eli dollarin suuruinen sijoitus olisi kasvanut reaalisesti 1937 dollariin ja pitkiin korkoihin tehty sijoitus 10,9 dollariin. (Credit Suisse 2020, 22.)

Beeta-kerroin kuvaa osakkeen systemaattista riskiä eli kurssien yleisestä vaihtelusta aiheutuvaa markkinariskiä, jota ei voida poistaa hajauttamalla. Osakkeen riski vastaa osakemarkkinan keskimääräistä riskiä, kun beeta-kerroin on yksi. Jos osakkeen riski on alhaisempi kuin markkinan keskimäärin, sen beeta on alle yksi, ja sitä voidaan kutsua defensiiviseksi osakkeeksi. Aggressiivisiksi osakkeiksi kutsutaan osakkeita, joiden beeta on yli yksi. Kurssien noustessa kannattaa valita aggressiivisiä eli korkean beetan osakkeita, sillä ne nousevat

keskimäärin enemmän kuin markkina. Toisaalta markkinoiden laskiessa aggressiiviset osakkeet myös laskevat enemmän kuin markkina keskimäärin. Vastavasti defensiiviset osakkeet nousevat ja laskevat vähemmän kuin markkina keskimäärin. (Kallunki & Niemelä 2012, 150.)

Systemaattista riskiä mittaava beeta voidaan määrittää osakkeen historiallisesta tuotosta regressioanalyysin avulla, jolla määritellään muuttujien väliset riippuvuussuhteet. Beetan määrittämiseen voidaan käyttää Sharpen markkinamallia, jossa osakkeen tuoton oletetaan vaihtelevan osakemarkkinoiden yleisindeksin mukana. Markkinamallissa beeta-arvoon vaikuttaa osakkeen herkkyys markkinatuoton vaihteluille sekä markkinatuoton kokonaisvaihtelu. Mitä enemmän osakkeen tuotto seuraa markkinatuottoa, sitä suuremmaksi beeta-kerroin muodostuu. Jos osakkeen kurssi liikkuu eri suuntaan kuin markkina, sen beeta-kerroin on alhainen. Käytännön tasolla beeta-kerroin voidaan laskea taulukkolaskentaohjelmalla osakkeen ja yleisindeksin historiallisilla kurssitiedoilla sekä hyödyntämällä slope-funktiota tai kovarianssi- ja varianssi-funktioita. Malli voidaan esittää seuraavasti:

$$\beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)$$

β_i = Osakkeen *i* beeta

$\text{cov}(R_i, R_m)$ = Osakkeen ja yleisindeksin yhteisvaihtelu eli kovarianssi

$\text{var}(R_m)$ = Yleisindeksin kokonaisvaihtelu eli varianssi

(Katramo ym. 2013, 157–158.)

Yllä olevalla kaavalla historiallisista tuotoista laskettu markkinabeeta heijastaa yrityksen sen hetkistä riskiä ja pääomarakennetta. Mikäli yrityksen pääomarakenteessa on oletettavissa muutoksia tulevaisuudessa, tulee määritellä, mikä beeta olisi pääomarakenteen muutoksen jälkeen. Beetan määrittely voidaan tehdä siten, että markkinabeettaa oikaistaan eliminoimalla yrityksen rahoitusriski eli velkaantuneisuuden vaikutus, jolloin saadaan velattoman yrityksen

beeta. Velkaantuneisuuden eliminoinnin jälkeen velaton beeta leveroidaan uudelleen vastaamaan muuttunutta pääomarakennetta. Markkinabeeta voidaan oikaista velattomaksi seuraavasti:

$$\text{Velaton beeta} = \frac{\text{Markkinabeeta}}{(1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E}\right))}$$

t = Yhteisöverokanta

D = Vieraan pääoman markkina – arvo

E = Oman pääoman markkina – arvo

Velkaisuuden vaikutuksen eliminoinnin jälkeen beeta heijastaa yrityksen liikeriskiä. Velattoman beetan laskemisen jälkeen sitä korjataan rahoitusriskillä, eli beeta leveroidaan uudelleen vastaamaan odotettavissa olevaa pääomarakennetta ja rahoitusriskiä seuraavasti:

$$\text{Leveroitu beeta} = \text{Velaton beeta} \times (1 + (1 - t) \times (D/E))$$

(Wahlen ym. 2014, 869–870.)

3.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Koko pääoman tuottovaatimus (Weighted Average Cost of Capital) eli WACC lasketaan määriteltyjen oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten pohjalta painotettuina keskiarvioina. Oma ja vieras pääoma painotetaan niiden osuuk-sien mukaan yrityksen kokonaispääomasta, jolloin pääomat vaikuttavat tuotto-vaatimukseen samassa suhteessa kuin ne ovat kokonaispääomasta. Koko pää-oman tuottovaatimus voidaan määrittää joko tilinpäätöksen mukaisen oman ja vieraan pääoman perusteella, nykyisen pääomarakenteen mukaisesti markkina-arvoihin perustuen tai tavoitteellisena pääomarakenteena määritettynä. (Kat-ramo ym. 2013, 173–174.)

Verotuksen vaikutus tulee ottaa huomioon koko pääoman tuottovaatimusta määriteltäessä, sillä vieraan pääoman korkokustannukset voidaan vähentää verotuksessa. Vähennysoikeus alentaa vieraan pääoman tuottovaatimusta. Koko pääoman tuottovaatimuksen laskukaava on seuraava:

$$WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)$$

E/V = Oman pääoman osuus koko pääomasta

D/V = Vieraan pääoman osuus koko pääomasta

Re = Oman pääoman tuottovaatimus

Rd = Vieraan pääoman tuottovaatimus

Tc = Yhteisöverokanta

(Katramo ym. 2013, 176.)

4 Arvonmääritys

Arvonmääritystä voidaan lähestyä Damodaranin (2012) mukaan kolmella tavalla. Ensimmäinen tapa perustuu yrityksen kassavirtoihin, jossa yrityksen arvo muodostuu sen tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvona. Tulevaisuuteen liittyy aina epävarmuutta, joten ennustetut kassavirrat diskontataan nykyarvoonsa käyttämällä epävarmuuden huomioivaa diskonttokorkoa eli tuottovaatimusta. Mitä enemmän epävarmuutta eli riskiä kassavirtoihin liittyy, sitä korkeampi tuottovaatimus on. Toinen tapa on selvittää, kuinka muut samantapaiset yritykset hinnoitellaan markkinalla. Suhteellisessa arvonmääritystavassa yrityksen arvostusta verrataan toisiin samantapaisiin yrityksiin tai toimialaan jonkin muuttujan osalta, kuten liikevaihto tai tulos. Kolmas tapa perustuu optioihin ja niiden hinnoittelumalleihin. (Damodaran 2012, 25–32.) Tässä opinnäytetyössä käsitellään kassavirtoihin perustuvaa arvonmääritystä ja suhteellista arvonmääritystä.

4.1 Osinkomalli

Osinkomallin ajatuksena on, että osakkeenomistajan kassavirrat koostuvat yrityksen tulevaisuudessa maksamista osingoista. Osakkeen arvo voidaan mallin mukaan määrittää diskonttaamalla tulevaisuudessa maksettavat osingot nykyhetkeen ja osinkoihin liittyvä epävarmuus huomioidaan CAP-mallin avulla määritellyllä oman pääoman tuottovaatimuksella. (Damodaran 2012, 292.) Osinkomallissa voidaan olettaa, että sijoitushorisontti on ikuinen. Tällöin osinkojen nykyarvon laskennassa otetaan huomioon kaikki tulevaisuuden osingot tästä ikuisuuteen, ja osakkeen tuleva arvo laskee niin pieneksi, että se voidaan jättää huomioimatta nykyarvoa laskettaessa. (Knüpfer & Puttonen 2017, 95–96.) Osinkomalli voidaan esittää Damodaranin (2012, 292) mukaan seuraavasti:

$$\text{Osakkeen arvo} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

DPS_t = Ennustettu osakekohtainen osinko

k_e = Oman pääoman tuottovaatimus

Jos oletetaan ennustetun osingon olevan vakio joka vuosi, voidaan yllä oleva kaava yksinkertaistaa muotoon:

$$\text{Osakkeen arvo} = \frac{D_1}{r}$$

D_1 = Ennustettu osinko

r = Oman pääoman tuottovaatimus

(Knüpfer & Puttonen 2017, 96).

Esimerkiksi jos ennustetaan kuvitteellisen yrityksen seuraavan vuoden osingon olevan 2 euroa ja pysyvän vakiona tästä ikuisuuteen. Oman pääoman tuottovaatimuksen oletetaan olevan 10 %, jolloin osakkeen nykyarvoksi muodostuu 2 / 10 % = 20 euroa.

Gordonin kasvumallilla voidaan määrittää yrityksen arvo, jonka osingon oletetaan kasvavan tasaisesti ja kasvua voidaan ylläpitää ikuisesti. Malli on käyttökelpoisin määritettäessä sellaisen yrityksen arvoa, joka kasvaa yleisen talouskasvun tahdissa ja osingonmaksu sekä pääoman kustannus pysyvät stabiilina pitkällä aikavälillä. Yrityksen tuloksen tulee kasvaa vähintään osingon kasvun vauhtia, jotta osinkoa voidaan kasvattaa kestävästi. Kasvuvauhti voi olla enintään yleisen talouskasvun tasolla, sillä mikäli yritys kasvaisi taloutta nopeammin ikuisesti, tulisi yrityksestä lopulta itse talous. Gordonin malli voidaan esittää seuraavasti:

$$\text{Osakkeen arvo} = \frac{\text{Ennustettu osinko}}{(\text{Oman pääoman tuottovaatimus} - \text{Kasvu})}$$

(Damodaran 2012, 292–293.)

Gordonin mallia mukaillen, jos ennustetaan osingon olevan ensi vuonna 2 euroa, oman pääoman tuottovaatimuksen olevan vakio 10 % ja osingon kasvun olevan vuosittain 2 %. Osakkeen arvo on $2 / (10 \% - 2 \%) = 25$ euroa. Käytettävät oletukset tuottovaatimuksesta ja osingon kasvusta vaikuttavat huomattavasti osakkeen arvoon. Jos osingon ennustetaankin kasvavan 3 % vuodessa ja muiden oletusten pysyvän ennallaan, osakkeen arvoksi muodostuu $2 / (10 \% - 3 \%) = 28,6$ euroa. Yhden prosenttiyksikön muutos osingon kasvuvauhdissa kasvatti osakkeen laskennallista nykyarvoa 14,4 %. Vastaavasti jos ennustetaan osingon kasvavan vain 1 % vuodessa ja muiden oletuksien pysyvän ennallaan, osakkeen arvoksi muodostuu $2 / (10 \% - 1 \%) = 22,2$ euroa. Osakkeen laskennallinen nykyarvo laski 11,2 %.

Yllä olevat mallit olettavat, että osinko joko pysyy vakiona tai kasvaa tasaisesti yli ajan. Yritysten maksamat osingot eivät kuitenkaan usein kasva tasaisesti, vaan osingon taso voi vaihdella eri vuosina. Edellä esiteltyjä osinkoperusteisia arvonmääritysmalleja käyttökelpoisempi malli on käyttää useamman erisuuruisen kasvun jaksoa. Yrityksen vuotuiset osingot arvioidaan mahdollisimman pitkälle, minkä jälkeen sovelletaan Gordonin kasvumallia. Malli voidaan esittää seuraavasti:

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

D_t = Osinko vuonna t

r = Oman pääoman tuottovaatimus

g = Osingon kasvu

(Kallunki & Niemelä 2012, 223.)

4.2 Kassavirtamalli

Osinkomallissa yrityksen arvo määritellään osinkojen avulla, jotka suuntautuvat yhtiöltä omistajille. Kassavirtamallissa arvo puolestaan määritellään yhtiöön tulevien kassavirtojen nykyarvon perusteella, jotka voidaan palauttaa omistajille osinkoina tai omien osakkeiden takaisinostona. Kassavirtamallissa arvioidaan yrityksen vuosittainen vapaan kassavirran määrä, jolla tarkoitetaan rahavirtaa, joka jää jäljelle kulujen, investointien ja pääomakustannusten jälkeen. (Wahlen ym. 2014, 907.)

Vapaan kassavirran mallilla voidaan määrittää joko oman pääoman arvo (Free Cash Flow to Equity, FCFE) tai koko yrityksen arvo (Free Cash Flow to Firm, FCFE). Valinta mallien välillä tulee tehdä soveltuvuuden perustella. Mikäli yrityksen rahoitusrakenteessa on oletettavissa merkittäviä muutoksia, soveltuu FCFE-malli paremmin arvonmääritykseen, sillä siinä ei tarvitse määrittellä vieraan pääoman eriä, mikä laskee virhealttiutta. Oman pääoman arvo voidaan laskea diskonttaamalla osakkeenomistajille kuuluvat vuosittaiset vapaat kassavirrat oman pääoman kustannuksella seuraavalla kaavalla:

$$\text{Oman pääoman arvo} = \frac{FCF_1}{1+r_e} + \frac{FCF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

FCF = Vapaa kassavirta

r_e = Oman pääoman tuottovaatimus

(Kallunki & Niemelä 2012, 225–226.)

Vapaa kassavirta omalle pääomalle (FCFE) voidaan laskea seuraavalla tavalla:

Nettotulos

+ *Poistot*

– *Käyttöomaisuusinvestoinnit*

– *Muutos käyttöpääomassa*

– *(Velkojen lyhennykset – Velkojen liikkellelasku)*

= *Vapaa kassavirta omalle pääomalle*

(Damodaran 2011, 22).

Laskettaessa kassavirtaa koko yritykselle (FCFF), huomioon ei oteta rahoituskuluja, kuten korkomaksuja tai osinkoja, sillä niiden vaikutus huomioidaan pääoman keskimääräisessä kustannuksessa (WACC). Oman pääoman arvo saadaan, kun vähennetään vieraan pääoman sijoittajien osuus vapaasta kassavirrasta. (Kallunki & Niemelä 2012, 226.)

Vapaa kassavirta (FCFF) voidaan Kallungin & Niemelän (2012, 228) mukaan laskea seuraavalla kaavalla:

Liikevoitto

+ *Osuus osakkuusyhtiöistä*

– *Operatiiviset verot*

= *Operatiivinen kassavirta*

+ *Poistot*

= *Bruttokassavirta*

–/+ *Käyttöpääoman muutos*

– *Bruttoinvestoinnit*

= *Vapaa operatiivinen kassavirta*

+/- *Muut erät*

= *Vapaa kassavirta*

Laskelmassa ennen rahoituseriä oleva liikevoitto otetaan suoraan tuloslaskelmasta, johon lisätään osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta. Operatiiviset verot vähennetään täysinä veroina liikevoitosta, jolloin saadaan operatiivinen kassavirta. Poistot ei ole kassavirtavaikutteinen erä, vaan kirjanpidollinen erä, joten poistot lisätään operatiiviseen kassavirtaan, jolloin saadaan bruttokassavirta. Bruttokassavirrasta vähennetään käyttöpääoman lisäys ja bruttoinvestoinnit, jolloin saadaan vapaa operatiivinen kassavirta. Nettokäyttöpääoma voidaan määrittää laskemalla vaihto-omaisuuden lisäys, johon summataan myyntisaamisten lisäys sekä vähennetään ostovelkojen lisäys. Muut erät ovat satunnaisia eriä, jotka ovat ennusteperiodilla usein nolla. (Katramo ym. 2013, 131–132.)

4.3 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli perustuu osinkomalliin, mutta osinkojen sijaan arvon määrittämiseen käytetään yrityksen voittoja. Mallissa yrityksen oman pääoman arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisen arvon ja tulevien lisävoittojen nykyarvon summana. Lisävoitoilla tarkoitetaan yrityksen ennustetun voiton ja oman pääoman tuottovaatimuksen erotusta, eli se mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Positiivinen lisävoitto tarkoittaa, että yritys tuottaa omistaja-arvoa, kun taas negatiivinen lisävoitto tarkoittaa omistaja-arvon tuhoutumista. (Katramo ym. 2013, 135–136.) Lisäarvomalli esitetään seuraavasti:

$$\text{Osakkeen arvo} = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{ae_n}{(1+r)^n}$$

BV_0 = Oman pääoman kirjanpidollinen arvo

ae = Arvioitu lisävoitto

r = Oman pääoman tuottovaatimus

(Kallunki & Niemelä 2012, 236; Katramo ym. 2013, 136).

Osinkomalli ja kassavirtamalli perustuvat täysin tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoon, kun lisäarvomallissa suuri osa arvosta tulee suoraan tilinpäätöksen

kirjanpidollisesta omasta pääomasta. Tämän vuoksi lisäarvomallin tulokset ovat vakaampia ja ennustevirheiden riski on matalampi. Lisäarvomallissa voidaan käyttää analyytikoiden tulosennusteita, joita on hyvin saatavilla eri lähteistä. (Kallunki & Niemelä 2012, 237.)

4.4 Arvostuskertoimet

Suhteellinen arvonmääritys (relative valuation) on suosittu tapa määrittää yrityksen arvo. Siinä arvonmääritykseen käytetään tunnuslukuja, joiden avulla kohteena olevaa yritystä verrataan toisiin vastaaviin yrityksiin. Vertailuyrityksiksi valitaan taloudellisilta ominaisuuksiltaan vastaavia, samalla toimialalla toimivia sekä saman riskiprofiilin omaavia yrityksiä. Verrokkiryhmän valinnan jälkeen arvostuskertoimia verrataan ryhmän keskiarvoon tai mediaaniin, jolloin voidaan arvioida, onko arvonmäärityksen kohteena olevan yrityksen osake ali- tai yliarvostettu. Arvostuskertoimet lasketaan suhteuttamalla yrityksen arvo markkinalla johonkin liiketoiminnan fundamenttitekijään, kuten liikevaihtoon tai tulokseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 190–192.)

Suhteellisen arvonmäärityksen suosioon on useampia tekijöitä. Se on nopea toteuttaa ja arvonmääritys voidaan tehdä vähemmällä oletuksilla kuin kassavirtapohjainen arvonmääritys. Suhteellisessa arvonmäärityksessä yhtiötä verrataan muihin samalla markkinalla toimiviin yhtiöihin, jolloin myös yleinen markkinasentimentti (sijoittajien mieliala ja riskinottohalukkuus) otetaan huomioon. Tämä on myös arvonmääritysmenetelmän heikkous, sillä mikäli jokin toimiala on sijoittajien suosiossa, ja sen arvostus on korkea, voidaan kohdeyrityksen arvo arvioida liian suureksi. (Damodaran 2012, 392.) Tällainen tilanne saattaa olla tällä hetkellä sähköautomarkkinassa, jossa toimivat yhtiöt ovat arvostettu erittäin korkeilla arvostuskertoimilla.

Suhteellisessa arvonmäärityksessä käytettävät tunnusluvut jaetaan tulokseen suhteutettuihin, kirja-arvoon suhteutettuihin, liikevaihtoon suhteutettuihin ja sektorispesifeihin tunnuslukuihin (Damodaran 2012, 392–393). Tunnusluvut voidaan laskea osakekohtaisesti, jolloin laskutoimituksissa käytetään tilikauden

keskimääräistä ja osakeantioikaistua osakkeiden lukumäärää. Osakekohtainen oma pääoma tulee laskea vuoden lopun tilanteesta. (Kallunki & Niemelä 2012, 193.)

4.4.1 Osakekohtainen tulos

Osakekohtainen tulos eli EPS (earnings per share) kuvaa yrityksen tulosta yhtä osaketta kohden. Luku lasketaan jakamalla nettotulos ilman vähemmistöosuutta osakkeiden osakeantioikaistulla keskimääräisellä lukumäärällä kauden aikana. Lukua laskettaessa on kiinnitettävä erityistä huomioita, mikäli yritys on toteuttanut merkittävän osakeannin tai osakkeen jakautumisen. Mikäli näin on tapahtunut, tulee aikaisempien tilikausien osakekohtaisia lukuja oikaista vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi. (Alma Talent 2020l.)

Yritys voi kasvattaa osakekohtaista tulostaan joko tilikauden tulosta kasvattamalla tai osakkeiden määrää vähentämällä. Osakkeiden lukumäärää voidaan vähentää ostamalla osakkeita markkinoilta ja mitätöimällä ne. Osakkeiden mitätöimisen seurauksena tulos jakautuu pienemmälle määrälle osakkeita, mikä nostaa osakekohtaista tulosta. (Kallunki 2014, 146.)

4.4.2 Osakekohtainen osinko

Osakekohtainen osinko eli DPS (dividend per share) kuvaa yrityksen jakaman osingon määrää yhtä osaketta kohti. Osakekohtainen osinko lasketaan jakamalla yrityksen maksama osinko osakkeiden osakeantioikaistulla keskimääräisellä lukumäärällä kauden aikana. (Alma Talent 2020m.)

Osinkojen suhdetta voittoon kutsutaan osinkosuhteeksi. Yritykset ilmoittavat usein osingonmaksupolitiikkansa ja osinkosuhteet ovat tyypillisesti 30–60 %. Osingot ovat omien osakkeiden ostamisen tavoin yksi voitonjaon muoto. Säännöllistä tulovirtaa arvostavat sijoittajat, kuten institutionaaliset sijoittajat, haluavat

tasaista osinkovirtaa. Arvonnousua hakevat sijoittajat taas eivät ole niin kiinnostuneita osingosta, sillä yrityksen arvo laskee osingon irtoamispäivänä osingon verran sekä osingon saajan maksettavaksi realisoituu pääomatulovero. Osakekohtaisen osingon määrä voidaan nähdä kannattavuuden mittarina, sillä vain kannattava yritys voi maksaa osinkoa. Osa tuloksesta tulee kuitenkin jäädä yhtiöön investointeja varten. (Kallunki 2014, 150–152.)

4.4.3 Osinkotuotto-%

Osinkotuotto-% kuvaa osingon määrää suhteutettuna pörssikurssiin. Nopeasti kasvavien yritysten osinkotuotto on usein matala, sillä ne investoivat kassavirran kasvuun, eivätkä jaa sitä omistajille osinkoina. Vastaavasti kypsemmässä vaiheessa olevat, hitaan kasvun yritykset, voivat maksaa isomman osan tuotoistaan osinkoina omistajille, sillä pääomaa ei sitoudu kasvuun. Osinkotuotto-% lasketaan seuraavasti:

$$\text{Osinkotuotto} - \% = \frac{\text{Osakekohtainen osinko}}{\text{Osakekurssi}} \times 100$$

(Alma Talent 2020n; Investopedia 2020a.)

Korkeaa osinkotuottoa voidaan myös pitää vaaranmerkkinä siitä, että sijoittajat eivät pidä yrityksen maksamaa osinkoa kestäväenä. Yli 7 % osinkotuottoihin kannattaa suhtautua skeptisesti ja tarkastaa yrityksen osingonjakohistoria sekä vakavaraisuus ja osingonmaksukyky. Osakekohtaisen tuloksen tulisi olla korkeampi kuin osakekohtaisen osingon, jotta osinkoa voidaan pitää kestäväenä pidemmällä aikavälillä. (Heikkilä 2019.)

4.4.4 P/S

P/S eli Price-to-Sales kuvaa markkina-arvon ja liikevaihdon suhdetta. Matalan katetason liiketoiminnassa luku on usein matala, ja korkeakatteisessa liiketoiminnassa se on korkea. Saman toimialan yrityksillä erot P/S-luvussa selittyvät

usein kannattavuus- ja kasvunäkymien eroavaisuuksilla. P/S-luku lasketaan seuraavasti:

$$P/S = \frac{\text{Markkina - arvo}}{\text{Liikevaihto}}$$

(Alma Talent 2020o.)

Korkealla P/S-kertoimella arvostettujen yritysten odotetaan tekevän korkeaa kannattavuutta tulevaisuudessa, jolloin osakkeesta voidaan maksaa paljon liikevaihdolla mitattuna (Oksaharju 2020). Tuloksiin suhteutettuihin arvostuskertoimiin verrattuna P/S-luvun etuna on, että se voidaan laskea myös tappiollisille yrityksille. Syklisillä sektoreilla, kuten puolijohdeteollisuudessa on vuosia, jolloin suurimmalla osalla sektorin yrityksistä tulos painuu tappiolliseksi. Tällöin tulos-pohjaisten arvostuskertoimien sijasta voidaan laskea P/S-luku ja arvioida yrityksen arvostusta liikevaihdon avulla. (Investopedia 2020b.)

4.4.5 P/E

P/E-luku kuvaa oman pääoman markkina-arvon ja nettotuloksen suhdetta. Se voidaan laskea joko yritystasolla tai osakekohtaisella tasolla. Luku kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys tekisi markkina-arvonsa verran tulosta nykyisellä tulostasolla. Sijoittajan tulee tietää, käytetäänkö tuloksena historiallista vai ennustettua tulosta, ja onko tulos oikaistu kertaluonteisista eristä. Laskukaava on seuraava:

$$P/E = \frac{\text{Osakekurssi}}{\text{Osakekohtainen tulos}}$$

(Alma Talent 2020p.)

P/E-luku on yksi eniten käytetyistä tunnusluvuista, mutta sillä on merkittäviä heikkouksia. Se jättää yrityksen pääomarakenteen huomioimatta, koska tunnusluvussa käytetään osakekurssia sekä huomioimatta jää myös tuloksen kasvu ja yrityksen riski. Yritysten erilaiset kasvuoletukset ovatkin merkittävä selittäjä erilaisiin P/E-lukuihin yrityksillä. Korkean kasvun yhtiöillä P/E-luku on korkea, sillä

näiden yritysten tulos on usein alhainen. Sijoittajat olettavat tuloksen kasvavan tulevaisuudessa voimakkaasti, ja ovat valmiita maksamaan siitä ennakoon. (Katramo ym. 2013, 110.)

Kehittyneempi versio P/E luvusta on PEG-luku. Siinä P/E-luku jaetaan yrityksen tuloskasvulla, jolloin myös yrityksen tuloskasvu otetaan huomioon. Sijoittaja Peter Lynchin mukaan oikein arvostetun yhtiön PEG-luku on 1. Yli yksi merkitsee yliarvostusta ja alle yksi aliarvostusta. PEG-luku lasketaan seuraavasti:

$$PEG = \frac{\text{Osakekurssi/Osakekohtainen tulos}}{\text{Osakekohtainen tuloskasvu}}$$

(Investopedia 2020c.)

4.4.6 P/B

P/B-luku kuvastaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman suhdetta. Se voidaan laskea myös yritystasolla jakamalla markkina-arvo omalla pääomalla. Pääomavaltaisilla toimialoilla, kuten pankkisektorilla, luku saa usein alhaisen arvon. Vastaavasti vähän pääomaa sitovilla toimialoilla, kuten konsultoinnissa, luku on korkea.

$$P/B = \frac{\text{Markkina - arvo}}{\text{Oma pääoma ilman vähemmistöosuutta}}$$

(Alma Talent 2020q.)

Yritysten kannattavuuden on huomattu vaikuttavan P/B-lukuun. Sijoittajat ovat valmiita maksamaan korkean kannattavuuden yhtiöistä enemmän kuin matalan kannattavuuden yhtiöistä. Kannattavuuden lisäksi lukuun vaikuttavat yrityksen kasvumahdollisuudet, velkaisuus ja riskisyys. (Katramo ym. 2013, 114.)

P/B-luvun tulkinnessa täytyy muistaa, että yrityksen omaisuuserien tasearvot eivät välttämättä niiden todellisia arvoja, jolloin taseessa oleva oma pääoma voi

olla yliarvostettu. Erityisesti yrityskauppojen myötä taseeseen aktivoitavaan liikevoittoon liittyy oletuksia tulevaisuuden rahavirroista ja sisältää arvonalentumisriskin. (Oksaharju 2020.)

4.4.7 EV/EBIT

EV/EBIT lasketaan suhteuttamalla yrityksen liikevoitto eli EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) yrityksen koko liiketoiminnan arvoon eli yritysarvoon. Yritysarvolla tarkoitetaan oman pääoman ja vieraan pääoman yhteenlaskettua arvoa. Vieraan pääoman arvo lasketaan nettomääräisenä eli siitä vähennetään yrityksen rahoitusvarat seuraavasti:

+ *Lyhyt – ja pitkäaikainen vieras pääoma*
 + *Pääomalainat*
 + *Muut vieraaseen pääomaan rinnastettavat velat ja vastuut*
 – *Rahat ja pankkisaamiset sekä muut rahoitusvarat*
 = *Vieraan pääoman nettoarvo*

(Kallunki & Niemelä 2012, 202.)

EV/EBIT kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys tekisi yritysarvonsa verran liikevoittoa. Tunnusluku ottaa huomioon yrityksen velkaantuneisuuden, ja se onkin yritysostajien suosiossa oleva luku, sillä yrityskaupassa velat siirtyvät ostajan vastattavaksi. (Alma Talent 2020r.) EV/EBIT-luku lasketaan seuraavasti:

$$EV/EBIT = \frac{Yritysarvo}{Liikevoitto}$$

(Kallunki ym. 2011, 164).

EV/EBIT on häiriöttömämpi arvostuksen mittari kuin P/E-luku, sillä liikevoitto on tuloslaskelmassa nettotulosta ylempänä sekä yritysarvo on usein markkina-arvoa korkeampi (Kauppalehti 2019). EV/EBIT-luvun heikkoutena on, että se on työläämpi laskea, sillä tunnusluvun laskemiseksi tarvitaan enemmän lähtötietoja

kuin P/E-luvun laskemiseksi. EV/EBIT on myös vähemmän käytetty, jolloin vertailulukuja on P/E-lukua heikommin saatavilla (Kallunki & Niemelä 2012, 204.)

5 Kamux Oyj osakesijoittajan näkökulmasta

5.1 Kamux yleisesti

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyjen autojen myyntiin keskittynyt vähittäiskaupan ketju, joka yhdistää 78 myymälän verkoston ja digitaalisen kaupankäynnin. Liiketoimintamallin perusajatuksena on käytettyjen autojen ammattimainen hankinta ja myynti, alhaiset kiinteät kulut, nopea varastonkierto ja integroitujen palvelujen myynti. (Kamux 2020a.)

Asiakkaille tarjotaan kolmansien osapuolien rahoitustuotteita autoliikkeissä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Suomessa ja Ruotsissa tarjotaan myös kolmansien osapuolien vakuutus tuotteita, auton korjauskustannusten varalle tarjottavaa Kamux Plus-lisävastuusitoumusta sekä kotiinkuljetuspalvelua, jossa auto toimitetaan asiakkaalle. (Kamux 2020b.)

Kamuxin strategiassa on neljä osa-aluetta. Yhtiö pyrkii kasvattamaan markkinaosuuttaan nykyisillä markkinoillaan, parantamaan kannattavuuttaan, tarjoamaan erinomaisen asiakaskokemuksen sekä sitouttamaan ja motivoimaan henkilöstöään. Taloudelliset tavoitteet vuosille 2019–2022 ovat liikevaihdon kasvu yli 10 %, liikevoittomarginaali vähintään 4 % ja osinko vähintään 30 % tilikauden voitosta. (Kamux 2020c.) Visiona on olla Euroopan suurin käytettyjen autojen kaupassa.

Konsernin liikevaihto oli 658,5 miljoonaa euroa vuonna 2019, jossa kasvua 24,8 % edellisvuodesta. Kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihto oli 211 miljoonaa euroa. Kasvu oli orgaanista, ja sen taustalla oli uusien liikkeiden avaamiset sekä vertailukelpoisten myymälöiden myynnin kasvu. Digitaalisuus on isossa

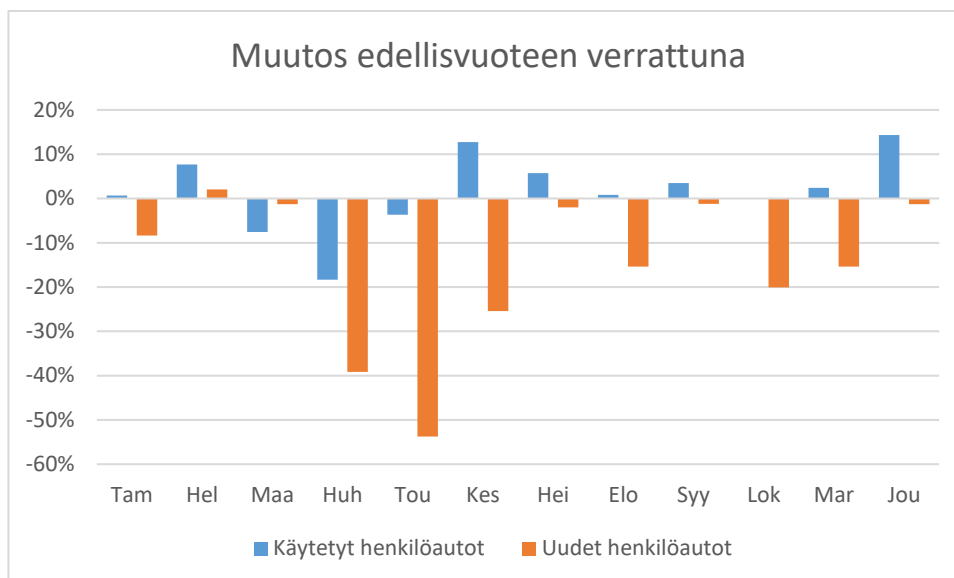
roolissa myynnin kasvattamisessa ja yhtiön verkkosivuilla vierailaan 800 000 kertaa kuukaudessa. (Kamux 2020d.)

5.2 Ulkoinen analyysi

5.2.1 Käytettyjen autojen markkina

Käytettyjen autojen kokonaismarkkina Euroopassa on suuri ja noin kaksinkertainen uusien autojen markkinaan nähden. Yhtiön toimintamaissa markkinan yhteenlaskettu koko on liikevaihdolla mitattuna 100 miljardia euroa tai 8,9 miljonnaa myydyillä autoilla mitattuna. Käytettyjen autojen markkina on fragmentoitunut, ja markkinalla on paljon pienen kokoluokan toimijoita, mitä kuvastaa se, että Suomessa viiden suurimman toimijan markkinaosuus on alle 20 %, Ruotsissa alle 10 % ja Saksassa noin 2 %. (Kamux 2020e.)

Käytettyjen autojen markkina on myös vakaa verrattuna uusien autojen markkinaan, mikä tuo ennustettavuutta sijoittajan näkökulmasta. Yleinen talouden tilanne sekä kuluttajien epätietoisuus käyttövoimista ja verotuksessa tapahtuvissa muutoksista vaikuttavat voimakkaammin uusien autojen kauppaan kuin käytettyjen autojen kauppaan, jossa markkinamuutokset ovat pienempiä. Kuviossa 3 on esitetty käytettyjen henkilöautojen myynnin ja uusien henkilöautojen ensirekisteröintien muutos-% vuonna 2020 verrattuna edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan.



Kuvio 3. Käytettyjen autojen myynnin ja uusien autojen ensirekisteröintien muutos vuodentakaiseen (Mukaillen Autoalan Tiedotuskeskus 2020).

Käytettyjen autojen myynti ja uusien autojen ensirekisteröinnit laskivat voimakkaasti koronapandemian saapuessa Suomeen alkuvuodesta 2020. Käytettyjen autojen myynti laski huhtikuussa edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan verrattuna noin 20 %, kun puolestaan uusien autojen ensirekisteröinnit laskivat huomattavasti voimakkaammin, miltei 40 % huhtikuussa ja yli 50 % toukokuussa. Markkinoiden palautumisessa huomataan markkinoiden välillä merkittävä ero. Käytettyjen autojen markkina kääntyi kasvuun kesäkuussa, kun ensirekisteröintien osalta nähdään vielä loppuvuonna merkittävää laskua edellisvuoteen verrattuna. Autoalan Tiedotuskeskuksen (2020) tilastot puoltavat näkemystä, että käytettyjen autojen markkina on vakaampi ja markkinamuutokset ovat pienempiä uusien autojen markkinaan verrattuna.

Käytettyjen autojen markkinalla toimii useanlaisia toimijoita, kuten uusien autojen myyntiin keskittyneitä merkkiautoliikkeitä, pienempiä käytettyjen autojen myyntiin keskittyneitä autoliikkeitä sekä yksityishenkilöitä. Uusia autoja myyvät merkkiliikkeet keskittyvät lisäksi käytettyjen autojen myyntiin sekä varaosa- ja huoltopalveluihin. Käytetyt autot eivät kuulu heidän ydinliiketoimintaansa, ja merkkiliikkeet saavat käytetyt autonsa vaihdossa, jolloin autovalikoima muodostuu rajalliseksi eikä hinnoittelussa keskityä optimoimaan varastonkiertoa. Pie-

nemmät autoliikkeet ovat usein paikallisia toimijoita, joilla on usein vain yksi toimipiste. Pienen kokonsa vuoksi heidän autovalikoimansa on rajallinen ja suuren volyymin tuomat skaalaedut jäävät saavuttamatta. Paikallisuus ja vähäinen tunnettuus kuluttajien silmissä voi myös tuoda epävarmuutta, mikä voi ohjata kuluttajia heitä isompiin ja luotettavana pidettyihin toimijoihin. Yksityishenkilöiden välisessä kaupassa puolestaan ei sovelleta kuluttajansuojalakea, minkä vuoksi auton ostajan kuluttajansuoja on heikko. Kuluttajien välisessä kaupassa ei myöskään usein ole mahdollista tarjota autoa vaihdossa eikä mahdollisuutta hyödyntää rahoitusta tai integroitua palveluita, mikä heikentää kuluttajien välisen kaupan suosiota. (Kamux 2017, 53.)

Pienten toimijoiden suuri määrä markkinalla kertoo, että alalle tulon kynnyks on matala. Kuka vain voi pienillä pääomakustannuksilla vuokrata toimitilan ja aloittaa käytettyjen autojen myynnin. Pienet kilpailijat toimivat kuitenkin paikallisesti ja pienellä volyymillä, joten heillä voi tulevaisuudessa olla haasteita vastata digitalisaation tuomaan hinnoittelun läpinäkyvyyteen sekä tehdä tarvittavia IT-investointeja. Tämän vuoksi suurimmat toimijat, jotka pystyvät investoimaan ja hyödyntämään liiketoiminnan skaalaetuja ovat vahvoilla.

Suomessa maantieteelliset etäisyydet ovat pitkiä, minkä vuoksi iso osa suomalaisista omistaa auton. Yhtiön mukaan suomalaisilla oli 461 autoa tuhatta asukasta kohden vuonna 2008 ja luku oli kasvanut 478 autoon vuoteen 2016 mennessä. (Kamux 2017, 55.) Autoalan Tiedotuskeskuksen (2020) mukaan käytettyjä autoja myytiin Suomessa 625 064 kappaletta vuonna 2019, ja vuosina 2015–2019 lukumäärä on ollut noin 600 000 auton tasolla, eli Suomen käytettyjen autojen markkina on säilynyt vakaana. Käytettyjen autojen kaupoista noin 47 % tehdään yksityishenkilöiden kesken ja 47 % autoliikkeen ja yksityishenkilön välillä. Pääsääntöisesti kuluttajien välisessä kaupassa ostetaan edullisempia alle 3000 euron autoja ja autoliikkeistä ostetaan hinnakkaampia autoja vahvan kuluttajansuojan vuoksi. (Kainulainen 2020.) Kamux myi Suomessa 43 404 autoa vuonna 2019, jolloin yhtiön markkinaosuudeksi muodostuu autojen lukumäärällä mitattuna 6,9 %.

Suurimpina kilpailijoina Suomessa voidaan pitää uusien ja käytettyjen autojen markkinassa mukana olevia merkkiliikkeitä, kuten K-Caaraa, Laakkosta ja Ve-hoa sekä vain käytettyjen autojen kaupassa toimivaa Suomen Autokauppaa. Vuonna 2015 perustettu Suomen Autokauppa toimii samankaltaisella toimintamallilla kuin Kamux. Yhtiöllä on 21 autoliikettä ympäri Suomen, ja yhtiö toteuttaa yli 25 000 autokauppaa vuodessa. Liikevaihto on kasvanut 2016–2019 keskimäärin noin 120 % vuodessa, ja vuonna 2019 liikevaihto oli 261,5 miljoonaa euroa. Suomen Autokauppa laajeni Ruotsiin vuonna 2019 perustamalla erillisen osto-organisaation, jonka avulla vähäpäästöisiä, vähän ajettuja ja hyvin varusteltuja autoja tuodaan Ruotsista Suomeen. (Suomen Autokauppa Oy 2020.)

Ruotsissa käytettyjen autojen markkinan koko on noin 1,2 miljoonaa myytyä autoa ja Kamux kuuluu 0,5 %:n markkinaosuudella 10 suurimman toimijan joukkoon (Kamux 2020e). Ruotsissa on Suomen tavoin pitkät välimatkat, millä on autojen kysyntää lisäävä vaikutus. Autojen omistajien osuus tuhatta asukasta kohden oli 465 vuonna 2008, ja vuoteen 2016 mennessä luku oli kasvanut Suomen tasolle, ollen 478. Kuluttajien välinen kauppa on Ruotsissa yleistä ja järjestäytymätöntä, mikä tukee yhtiön kilpailuastelemaa, sillä Kamux pystyy tarjoamaan kuluttajille turvallisen, tehokkaan ja helpon kanavan auton ostamiseen. Suurimmat kilpailijat Ruotsin markkinassa ovat Bilja, Din Bil, Hedin Bil ja KVD Kvarndammen. (Kamux 2017, 55–56.)

Saksan käytettyjen autojen markkina on toimintamaista suurin, ja vuonna 2019 markkinan koko oli 7,2 miljoonaa myytyä autoa (Kamux 2020e). Liikevaihdolla mitattuna markkinan koko oli 89,7 miljardia euroa. Vuosina 2010–2019 markkina on kasvanut 56,5 miljardista eurosta 89,7 miljardiin euroon eli keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 5,3 %. (Statista 2020.) Kamux on Saksassa ainutlaatuinen toimija, sillä yhtiön mukaan siellä ei ole samalla toimintamallilla toimivaa käytettyjen autojen kauppiasta. Yhtiö on onnistunut vakiinnuttamaan asemansa Suur-Hampurin alueella, mutta markkinaosuus on edelleen erittäin alhainen. (Kamux 2020f, 13.) Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto Saksassa oli 52,2 miljoonaa euroa eli markkinaosuus oli 89,7 miljardin euron markkinaan suhteutettuna noin 0,06 %.

Saksassa autojen omistajien osuus tuhatta asukasta kohden oli vuonna 2008 502, ja määrä oli kasvanut 554 omistajaan vuoteen 2016 mennessä. Saksassa asiakkaat ovat merkki- ja laatutietoisia sekä vaativat asiakaspalvelulta paljon, mihin Kamux pyrkii vastaamaan asiakaslähtöisellä toimintamallilla, kilpailukykyisillä hinnoilla ja laajalla valikoimalla. Suurimmat kilpailijat ovat AVAG Holding, Wellergruppe, Gottfried Schultz, Feser-Graf Gruppe ja Emil Frey, joista kukaan ei ole täysin fokusoitunut käytettyjen autojen kauppaan, vaan he toimivat myös uusien autojen markkinassa. (Kamux 2017, 56.)

5.2.2 Toimialan trendit

Autoilu on toimialana murroksessa digitalisaation ja vaihtoehtoisten liikkumistapojen disruptoidessa kilpailukenttää. Disruptio ja uudet trendit voidaan kuitenkin pyrkiä tunnistamaan ja näkemään uhan sijasta mahdollisuutena liiketoiminnan kehittämiseksi. Kamuxiin vaikuttavat keskeisimmät trendit ovat järkevän ostamisen trendi, monikanavainen asiointi ja internet, asiointin helppous, liikkumisen tarve sekä vaihtoehtoiset käyttövoimat ja liikkumisen uudet muodot (Kamux 2020f, 15).

Järkevän ostamisen trendi syntyi finanssikriisin aikana, kun tulevaisuuteen liittyvän epävarmuuden vuoksi osa kuluttajista aloitti kuluttamaan hintatietoisemmin. Hintatietoisella kuluttamisella eli ”smart shoppingilla” tarkoitetaan kuluttajakäyttäytymistä, jossa pyritään löytämään parhaan hinta-laatusuhteen omaavat tuotteet. (Reformat 2013.) Nykypäivänä kuluttajat voivat vertailla tuotteiden hintoja älypuhelimella, missä ja milloin vain, mikä on kasvattanut hintatietoisuutta kuluttajien keskuudessa. Internetissä olevat palvelut, kuten Autotalli.com ja Netti-auto.com, mahdollistavat autojen ominaisuuksien, puutteiden ja hintojen vertailemisen useiden kilpailijoiden kesken. Markkinatoimijoiden hinnoittelukyky ja läpinäkyvyys korostuvat, kun kilpailijoiden autovarastot ovat samalla alustalla nähtävissä ja vertailtavissa.

Kamux pyrkii vastaamaan järkevän ostamisen trendiin ostamalla kuluttajien kysyntään vastaavia autoja kilpailukykyiseen hintaan. Digitalisaation yleistymisen

on tuonut digitaalisten kanavien merkityksen vähittäiskaupan keskiöön ja Kamuxilla suurin osa asiakaskontakteista ja ostotapahtumista alkaakin verkossa. (Kamux 2020f, 14.) Asiakkaiden saapuessa myymälään, he ovat usein tietoisia autojen ominaisuuksista sekä markkinahinnoista, jolloin läpinäkyvyyden merkitys toiminnassa korostuu. Autojen ostajat etsivät myös muiden asiakkaiden mielipiteitä toimijoista, mikä alleviivaa asiakaskokemuksen ja kokonaisvaltaisen viestinnän tärkeyttä. (Kamux 2017, 57.)

Kuluttajat arvostavat vaivattomuutta sekä ostamisessa että myymisessä. Kamux pyrkii mahdollistamaan vaivattoman asioinnin tarjoamalla kaikki tarvittavat palvelut yhden katon alta. Asiakas saa nopeasti arvion vaihtoautonsa hinnasta, mikä perustuu yhtiön keräämään dataan ja asiantuntemukseen. Auton ostamisen yhteydessä asiakkaalle tarjotaan integroituja palveluita eli rahoitusta, vakuutusta ja Kamux Plussaa. Ostetun auton asiakas voi noutaa halutusta myymälästä tai se voidaan toimittaa hänelle kotiin. (Kamux 2020f, 15.) Kamuxin asiakkaat saivat autorahoituksen todennäköisesti edullisemmin suoraan rahoitusyhtiöltä. Asiakkaat kuitenkin arvostavat helppoutta ja vaivattomuutta, mikä näkyy siinä, että 45 % asiakkaista otti rahoituksen vuonna 2019 (Kamux 2020f, 17).

Ihmisillä on luontainen tarve liikkua päivittäin työn, vapaa-ajan ja perheen vuoksi. Trendinä liikkumisen tarve ylläpitää ja kasvattaa autojen kysyntää. Suomessa ja Ruotsissa autojen kysyntään vaikuttavat myös pitkät välimatkat yhdistettynä alhaiseen väkilukuun, mikä heikentää julkisen liikenteen kilpailukykyä etenkin haja-asutusalueilla. Saksassa kysyntää tukevat työmatka-autoilu ja pitkät työssäkäyntietäisyydet. (Kamux 2017, 56.) Liikennekäytössä olevien autojen määrä on lisääntynyt kaikissa yhtiön toimintamaissa vuodesta 2010 (Kamux 2020f, 15).

Paljon uutisotsikoissa olevat ilmastonmuutos ja vaihtoehtoiset käyttövoimat vaikuttavat etenkin uusien autojen kauppaan, mutta myös käytettyjen autojen kauppaan. Vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivien autojen osuus autokannasta on vielä alhainen, mihin vaikuttaa niiden hinta, saatavuus ja sopivuus kuluttajien

tarpeisiin. Kiinnostus hybridi-, sähkö- ja kaasuautoja kohtaan on kuitenkin kasvussa, mutta toistaiseksi edullisia vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivia autoja on vähän. Yhtiö on reagoinut kasvavaan kysyntään ja vuonna 2018 Kamux toi Suomeen 703 vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivaa autoa, mikä vastasi 13 prosenttia kaikista Kamuxin maahantuomista autoista (Kamux 2019,11). Vuonna 2019 tuotujen autojen määrä oli kasvanut 1891 autoon, vastaten 24 prosenttia kaikista maahantuoduista autoista. Kamux on keskittänyt vaihtoehtoisten käyttövoimien osaamisen Helsingin Konalan ja Lempäälän Ideaparkin Kamux Green shop-in-shop myymälöihin. (Kamux 2020f, 9.) Tulevaisuuden käyttövoimiin liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta, eikä voida sanoa varmaksi kulkevatko autot tulevaisuudessa sähköllä, kaasulla, vedyllä vai jollain toisella käyttövoimalla. Kamux toimii vain käytettyjen autojen markkinassa, jolloin yhtiö ei ole riippuvainen tietystä käyttövoimasta tai automerkistä. Yhtiön keräämä markkinadata ja nopea varastonkierto mahdollistavat, että varastossa on kurantteja ja kulutuskysyntään vastaavia autoja.

Digitalisaatio on edesauttanut jakamistalouden yleistymistä ja tehnyt uudenlaisista liikkumisen palveluista, kuten oman auton jakamisesta ja vuokraamisesta sekä yhteisautoilusta mahdollista. Yhtiön mukaan jakamistalouden tuomat mahdollisuudet voivat tuoda auton omistajaksi henkilöitä, jotka eivät ole aikaisemmin omistaneet autoa. (Kamux 2017, 57.) Schaller Consultingin vuonna 2018 julkaisemassa raportissa todettiin, että jakamistaloudessa toimivat yhtiöt, kuten Uber ja Lyft, lisäävät liikenteen määrää suurissa yhdysvaltalaisissa kaupungeissa. Liikenteen kasvuun vaikuttaa se, että jakamistalouden palveluita hyödyntävät kuluttajat vaihtavat niihin autoiluun liittymättömistä liikkumisen muodoista. Raportin mukaan noin 60 % suurien kaupunkien asukkaista valitsisi julkisen liikenteen, kävelemisen, pyöräilyn tai jättäisi matkan tekemättä, jos jakamistalouden palveluita ei olisi käytettävissä ja noin 40 % valitsisi oman auton tai taksin. Suurimpia syitä käyttää näitä palveluita ovat auton parkkeeraamisen sekä päihtyneenä ajamisen välttäminen. (Schaller Consulting 2018.) Kamux on huomionnut kasvavan trendin ja pilotoi vuonna 2017 jakamistalouden hyödyntämistä tarjoamalla 2 000 asiakkaalleen mahdollisuutta jakaa omaa autoaan muiden käytettäväksi. Pilotissa huomattiin, että palvelulle ei ollut vielä kysyntää, eikä markkina ollut valmis tällaiselle palvelulle. (Kalliokoski 2020.)

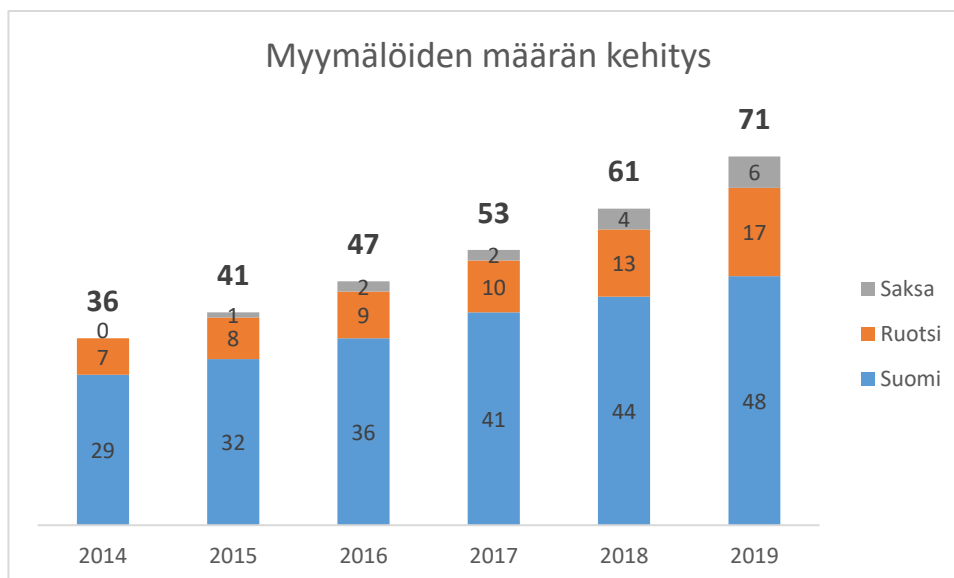
5.3 Sisäinen analyysi

5.3.1 Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin perustana ovat käytettyjen autojen ammattimainen hankinta ja myynti, alhaiset kiinteät kulut, nopea varastonkierto ja integroitujen palvelujen myynti tukevat yhtiön kannattavan kasvun strategiaa. Autojen hankinta hintaan, mikä mahdollistaa autojen kilpailukykyisen hinnoittelun, on keskeinen osa yhtiön liiketoimintaa. Kilpailukykyinen hinnoittelu kasvattaa asiakaskäyntejä sekä liikkeissä että digitaalisissa kanavissa, mikä nopeuttaa autojen myyntiä ja varastonkiertoa. (Kamux 2017, 61.)

Suurin osa myytävistä autoista hankitaan asiakkailta vaihdossa vaihtoautokaupassa. Muita autojen hankintakanavia ovat muun muassa autohuutokaupat, leasingyhtiöt, muut autoliikkeet, rahoitusyhtiöt, maahantuojat ja yksityishenkilöt. Kamuxilla on erillinen osto-organisaatio, joka vastaa autohankinnoista esimerkiksi autohuutokaupoista. Osto-organisaation lisäksi autoliikkeiden myyjät tekevät autohankintoja ja hyödyntävät hinnoittelussa tarvittaessa osto-organisaation tukea. Suomessa jokaisella autoliikkeellä sekä automyyjällä on omat ostotavoitteet, jotka huomioidaan osana myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmää. (Kamux 2020f, 75.)

Myymälöiden määrä on kasvanut vuosittain ja vuoden 2019 lopussa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa oli yhteensä 71 myymälää (kuvio 4). Myymälöistä 48 sijaitsi Suomessa, 17 Ruotsissa ja 6 Saksassa. Koko autovarasto kaikissa toimintamaissa on automyyjien käytettävissä, jolloin kolmen maan laajuinen autovalikoima mahdollistaa ristiinmyynnin liikkeiden välillä. (Kamux 2020f, 75.)



Kuvio 4. Myymälöiden määrän kehitys vuosina 2014–2019.

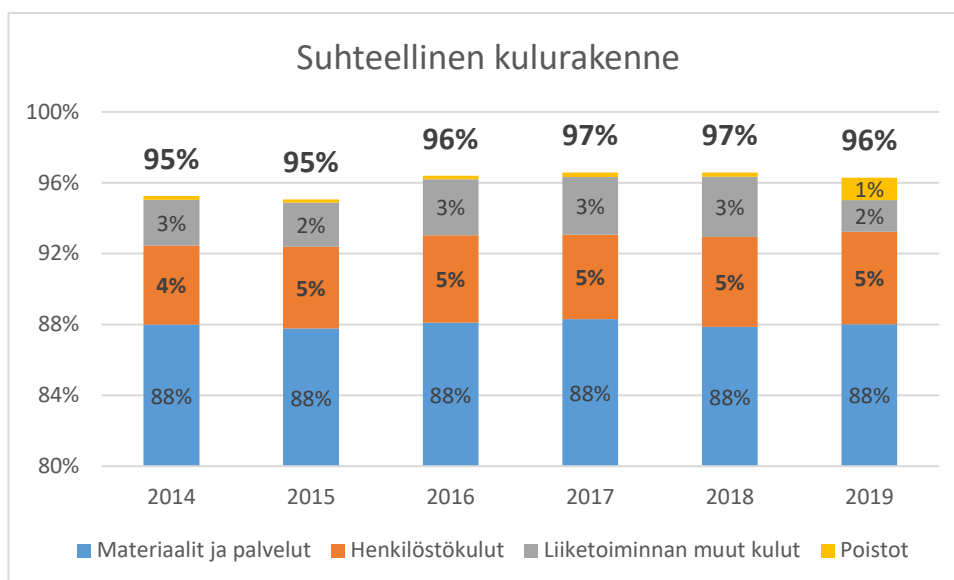
Kamux pyrkii tasapainottelemaan IT-järjestelmänsä avulla nopean varastonkierron sekä kattavan autovalikoiman ja optimaalisten varastasojen välillä (Kamux 2020f, 87). Myyjien käytössä oleva kolmen maan laajuinen autovalikoima yhdistettynä tehokkaaseen osto- ja myyntitoimintaan mahdollistaa kilpailukykyisen hinnoittelun ja luo kilpailuedun suhteessa paikallisiin ja pienempiin kilpailijoihin. Vuonna 2019 konsernin myynnistä 29 % oli ristiinmyyntiä eli myyntiä, jossa auto sijaitsee eri toimipisteessä kuin mistä se myydään. (Kamux 2020f, 18.)

Kamuxin tavoitteena on olla markkinoiden edullisimpia toimijoita, joten myytävät autot hinnoitellaan markkinan edullisimpien yksilöiden joukkoon. Tavoitteena on saada auto myyntiin heti sen hankintapäivänä. Jos myytävään autoon ei kohdistu kysyntää, yhtiö reagoi markkinoinnilla, muuttamalla hinnoittelua tai tekemällä muutoksia autoon, esimerkiksi renkaiden osalta. (Kamux 2017, 68–69.) Käytettyjen autojen hankinnassa tapahtuu ylihintoituja esimerkiksi huomauttamatta jääneiden vikojen vuoksi. Ylihintoituksen seurauksena noin 5 % autoista myydään tappiolla. (Kalliokoski 2020.) Harman (2020) mukaan käytettyjen autojen arvonalentuminen on 1–2 % kuukaudessa, joten hinnoittelussa onnistumisella, ja sen mahdollistamalla nopealla varaston kierrolla on iso merkitys liiketoimintaan sitoutuneen pääoman minimoimisessa, varaston arvonalentumisriskin vähentämisessä ja kannattavuuden optimoinnissa.

Liiketoimintaprosesseja ohjaa taustalla toimiva ja vuodesta 2010 käytössä ollut CRM/ERP-järjestelmä. Järjestelmä tukee henkilöstön tehokkuutta, tavoitteellisuutta sekä autojen hankinnan ja myynnin seurantaa. Sen avulla ohjataan automyyjiä yhtiön määrittelemään prosessimalliin, jolla tehostetaan myyjän toimintaa. CRM/ERP-järjestelmään päivittyvät asiakas-, varasto- ja hintatiedot reaaliajassa, mikä auttaa henkilöstöä suuren volyymin hallitsemisessa. Järjestelmään voidaan muun muassa tallentaa asiakkaiden kanssa sovitut asiat sekä tehdä aikataulumerkintöjä, jotka helpottavat asiakasrajapinnassa toimivien työtä. Yhtiön johto saa järjestelmästä ajantasaista tietoa myynnistä sekä lyhyen ja pitkän aikavälin toteutuneista tuloksista. Ajantasainen informaatio mahdollistaa johdolle nopean reagoinnin toimintaympäristössä tapahtuviin muutoksiin. Kamux on sopinut järjestelmän toimittajan kanssa, että heillä ei ole oikeutta luovuttaa kehitettyä järjestelmää kolmannelle osapuolelle. (Kamux 2017, 63, 72.)

Yhtiö seuraa jokaisen yksittäisen auton ja toimipisteen varaston kiertonopeutta, mikä mahdollistaa nopean reagoinnin markkinamuutoksiin. 12 kuukauden rullaava varastonkierto on 40–50 päivää, kun kaikissa toimintamaissa kilpailijoiden varastonkierto on 70–80 päivää. (Kalliokoski 2020.) Kilpailijoita merkittävästi nopeampi varastonkierto on osoitus liiketoimintaprosessien tehokkuudesta sekä omistaja-arvoa luoneesta investoinnista CRM/ERP-järjestelmään, mikä kasvattaa luottamusta johdon kyvykkyyteen tehdä omistaja-arvoa luovia investointeja myös tulevaisuudessa.

Yhtiön kulurakenne muodostuu pääosin autojen hankinnan ja niiden kunnostamisen lisäksi henkilöstö- ja vuokrakuluista (kuvio 4). Iso osa kuluista on muuttuvia, mikä madaltaa operatiivista vipua eli liikevaihdon vaikutusta kannattavuuteen, sillä muuttuvat kulut joustavat liikevaihdon mukana. Yhtiön suhteellinen kulurakenne on pysynyt stabiilina tarkasteluperiodilla, eikä suhteellisessa kulurakenteessa ole nähty merkittävää kasvua liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa.



Kuvio 4. Kulurakenteen muodostuminen 2014–2019.

Absoluuttinen kulujen määrä kasvaa luonnollisesti vertailukelpoisten myymälöiden myynnin kasvun ja uusiin myymälöihin tehtävien etupainotteisten investointien, kuten myyntihenkilöstön rekrytoinnin ja autovaraston hankinnan myötä. Vuoden 2019 osalta liiketoiminnan muiden kulujen laskua ja poistojen kasvua selittää IFRS 16 -standardin käyttöönotto, kun vuokria ei enää kirjata liiketoiminnan muihin kuluihin, vaan ne jakautuvat poistoihin ja rahoituskustannuksiin.

Liiketoimintaa harjoitetaan pääsääntöisesti vuokrakiinteistöissä kaikissa toimintamaissa. Autoliikkeissä on tunnistettava ulkoasu, ja ne ovat pelkistetty kaikista ylimääräisiä kuluja aiheuttavista elementeistä kuten somisteista. Uusien autojen kaupassa toimivilla kilpailijoilla voi olla päämiesten tai maahantuojiin asettamia toimintamalleja ja vaatimuksia, esimerkiksi myymälöiden ulkoasuille. Vaatimusten vuoksi kilpailijoiden kiinteä kulurakenne voi muodostua raskaammaksi, tarjoten Kamuxille kilpailuetua autojen hinnoittelussa. (Kamux 2017, 62.)

Henkilöstökulujen osalta myyjien palkkaus perustuu kiinteään ja muuttuvaan palkanosaan. Muuttuvan palkan osuus henkilöstökuluista on suuri ja perusteena on myyntitavoitteiden saavuttaminen. (Kamux 2020f, 83.) Tavoitteena on perusosasta ja suoritusosasta koostuva läpinäkyvä ja kannustava palkkausmalli. Kiinteä perusosa on Suomessa noin 880 euroa kuukaudessa, minkä päälle maksetaan suoritusperusteista palkkiota. Myyjien palkkojen vaihteluväli vuonna 2017

oli 20 000–120 000 euroa ja keskiansio oli 46 500 euroa. (Kalliokoski 2018.) Yrittäjähenkisyyttä korostava palkkausmalli kannustaa myyjiä aktiiviseen kaupankäyntiin, mistä hyötyy sekä myyjä että yhtiö. Palkkausjärjestelmän etuna on, että henkilöstökulut joustavat myynnin mukana, koska merkittävä osa palkkakustannuksista on muuttuvia. Henkilöstömäärä vuonna 2019 oli keskimäärin 595 ja henkilöstökulut olivat 34,3 miljoonaa euroa eli 57 647 euroa per työntekijä. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on pysytellyt noin 5 prosentissa viime vuosina.

Osana liiketoimintaa asiakkaille tarjotaan autokaupan yhteydessä integroituja palveluita. Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa asiakkaille tarjotaan kolmansien osapuolien rahoitustuotteita. Suomessa ja Ruotsissa tarjotaan myös kolmansien osapuolien vakuutus tuotteita, auton korjauskustannusten varalle tarjottavaa Kamux Plus-lisävastuusitoumusta sekä kotiinkuljetuspalvelua. (Kamux 2020b.) Kamux Plus-lisävastuusitoumus on korjauskulujen varalta tarjottava lisäpalvelu, jossa yhtiö vastaa vikakohtaisesti korjauksista 100 euron ylittävältä osuudelta 3000 euroon asti (Kamux 2020g). Kamux Plus kattaa yleisimmät viat, kuten moottorin, vaihteiston ja voimansiirron viat. Korjauspalvelut hankitaan yhteistyökumppaneilta etukäteen neuvoteltujen hintojen mukaisesti ja Kamux maksaa kulut suoraan korjaamolle toteutuneiden kustannusten mukaisesti. (Kamux 2017, 71–72.)

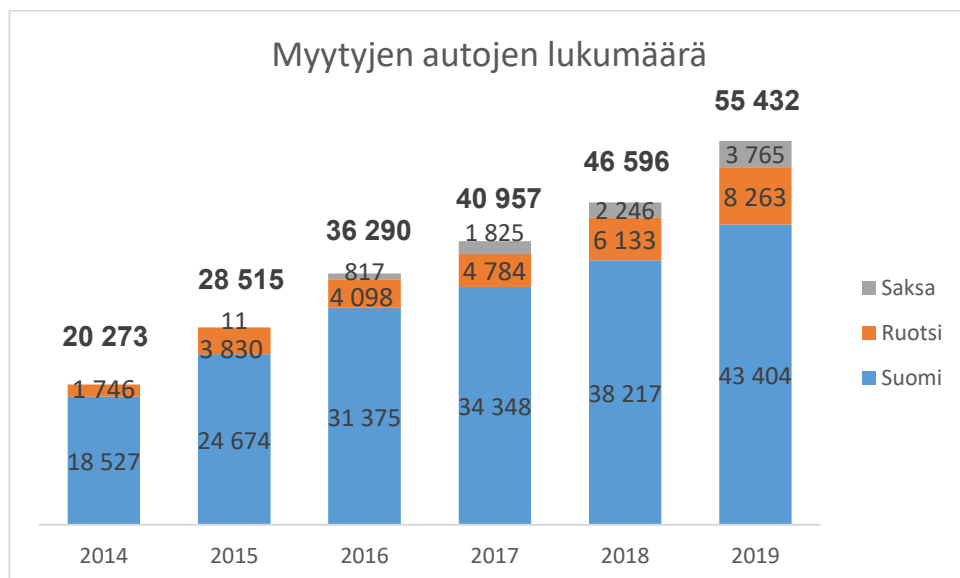
Integroitujen palvelujen myynti oli 32,9 miljoonaa euroa eli 5 % liikevaihdosta vuonna 2019, ja niiden myynnillä on merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Integroidut palvelut alentavat myös automyynnin katevaatimusta ja parantavat yhtiön hintakilpailukykyä. Rahoitus- ja vakuutuspalveluiden myynnistä ei koidu yhtiölle suoria kuluja, mutta välillisinä kuluina otetaan huomioon esimerkiksi myyjän ajankäyttö jyvittämällä myyjien käyttämä aika palveluiden myynnille. Rahoitus- ja vakuutusyhtiöiden näkökulmasta Kamux on houkutteleva myyntikanava rahoitus- ja vakuutus tuotteille. Sen vuoksi Kamuxilla on hyvä asema sopimusehdoista neuvotellessa etenkin Suomessa, jossa yhtiöllä on pitkä toimintahistoria ja iso volyyymi. Ruotsissa ja Saksassa on lyhyt toimintahistoria sekä matalampi myyntivolyyymi, minkä vuoksi yhtiö ei ole onnistunut neuvottelemaan yhtä hyviä sopimusehtoja kuin Suomessa. (Kamux 2017, 62–63.)

Suomessa integroitujen palveluiden osuus konsernin liikevaihdosta on ollut noin 5 %, kun Saksassa ja Ruotsissa integroitujen palveluiden osuus liikevaihdosta on noin 3 % (Lehtonen 2019). Tunnettuuden ja volyymin kasvattaminen Ruotsissa ja Saksassa mahdollistaa integroitujen palveluiden myynnin penetraation kasvattamisen sekä houkuttelevampien sopimuksien neuvottelemisen paikallisten kumppaneiden kanssa. Tällä olisi positiivinen vaikutus konsernin kannattavuuteen, sekä se myös kasvattaisi yhtiön hintakilpailukykyä entisestään. Kilpailun kiristyessä autot voitaisiin hinnoitella matalammalla bruttokatteella, mikä loisi kilpailuetua muihin toimijoihin nähden.

5.3.2 Strategia

Strategian neljä osa-aluetta ovat markkinaosuuden kasvattaminen nykyisillä markkinoilla, kannattavuuden parantaminen, erinomainen asiakaskokemus sekä henkilöstön sitouttaminen ja motivointi. (Kamux 2020c.)

Markkinaosuutta pyritään kasvattamaan avaamalla uusia myymälöitä ja nykyisten autoliikkeiden vertailukelpoista myyntiä kasvattamalla. Myyntiä kasvatetaan uusien myyjien rekrytoinneilla, koulutuksilla, kannustinjärjestelmällä sekä parhaiden käytäntöjen jakamisella koko organisaatiossa. (Kamux 2017, 64.) Kasvustrategian toteuttaminen näkyy myytyjen autojen lukumäärän kasvuna jokaisessa toimintamaassa (kuvio 5).



Kuvio 5. Myytyjen autojen lukumäärä maittäin 2014–2019.

Kamux pyrkii olemaan digitalisaation edelläkävijä ja digitalisaation tuominen autokaupan keskiöön toimii osaltaan kasvun mahdollistajana. Yhtiön digitaalinen strategia perustuu IT-järjestelmiin, joihin on kerätty dataa autokaupoista vuodesta 2010 lähtien. Verkkosivujen liikennettä kasvatetaan hakukoneoptimoinnin, sosiaalisen median ja kohdistetun markkinoinnin avulla. (Kamux 2017, 64.) Digitaalisuuden merkitys myynnille näkyy siinä, että yhtiön verkkosivuilla vierailaan yli 800 000 kertaa kuukaudessa (Kamux 2020f, 18).

Digitalisaation vaikutusta yhtiölle voidaan myös arvioida Google Trends -palvelun avulla, joka analysoi verkkohakujen määrää (kuvio 6).



Kuvio 6. Verkkohakujen trendi ajanjaksolla 1.1.2010–1.12.2020 (Google 2020).

Kuviosta 6 havaitaan, että verkkohakujen trendi hakusanalle "Kamux" on ollut kasvava tarkasteluperiodilla. Digitaalisten kanavien merkitys autokaupassa on selvästi kasvanut edellisellä vuosikymmenellä ja megatrendinä digitalisaation voidaan olettaa jatkavan kasvuaan. Digitaalisten kanavien merkitys autokaupassa tulee olemaan yhä suuremmassa roolissa, mihin Kamuxilla on IT-investointiensa myötä edellytykset vastata.

Toiseen strategian osa-alueeseen eli kannattavuuden parantamiseen yhtiö pyrkii jatkuvalla prosessien tehostamisella, liiketoiminnan koon kasvattamisen tuomilla skaalaeduilla sekä tuomalla uusia integroituja palveluita markkinoille (Kamux 2020f, 17). Organisaation suorituskykyä ja tulosta verrataan sekä sisäisesti

konsernin sisällä että ulkoisesti kilpailijoihin. Kasvun tuomia skaalaetuja pyritään hyödyntämään esimerkiksi ostettaessa isoja määriä autoja tavarantoimittajalta tai neuvotellessa rahoitusyhtiöiden kanssa uusista sopimuksista liittyen integroituihin palveluihin. Ruotsissa ja Saksassa pyritään kasvattamaan liikevaihtoa uusia autoliikkeitä avaamalla, vertailukelpoista myyntiä kasvattamalla ja prosesseja tehostamalla. Yhtiö uskoo, että Ruotsissa ja Saksassa kannattavuus tulee paranemaan volyymin kasvun myötä asteittain. (Kamux 2017, 64.)

Kamuxin kulurakenne ei merkittävästi skaalaudu, sillä suuri osa yhtiön kuluista on muuttuvia. Yhtiön tulosmarginaalit ovatkin pysyneet stabiileina liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa. Kertaluontoisista kuluista oikaistu liikevoittomarginaali on ollut noin 4 %, minkä näen realistisena tasona tulevaisuuden kannattavuutta arvioidessa. Uskon, että liikevoittomarginaalia voidaan hieman konsernitasolla kasvattaa toiminnan tehostumisella sekä skaalaetuja hyödyntämällä, etenkin Ruotsissa ja Saksassa. Näkemykseni mukaan tulevaisuudessa yhtiön tulos tulee kuitenkin pääosin kasvamaan liikevaihdon kasvun mukana ja tulosmarginaaleissa ei nähdä kasvua. Toisaalta on myös mahdollista, että kilpailu käytettyjen autojen markkinalla kiristyy, mikä tulisi luomaan painetta hinnoitteluun ja marginaaleihin. Kasvulle on kuitenkin hyvät näkymät tehokkaan toiminnanohjauksen ja myyntikoneiston ansioista, sekä toimintamaiden markkinoiden ollessa fragmentoituneita, jolloin kasvun rajat eivät tule lähitulevaisuudessa vastaan.

Kolmantena strategian alueena on erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen, minkä keskiössä on parhaan asiakaspalvelun tarjoaminen käytettyjen autojen kaupassa ja oleminen luotettava toimija asiakkaiden silmissä. Erinomainen asiakaskokemus näkyy yhtiön mukaan siinä, että asiointi on sujuvaa, läpinäkyvää, luottamusta herättävää ja suositteluun kannustavaa. Asiakkaille tarjotaan monikanavainen asiointimahdollisuus ja suurin osa asiakkaista valitseekin verkon ja myymälän yhdistelmän. (Kamux 2020f, 39.) Yhtiön arvion mukaan 65–70 % asiakkaista aloittaa ostopolun digitaalisissa kanavissa, minkä jälkeen palvelu jatkuu myymälässä (Kamux 2020f, 24). Jokaiselle auton ostaneelle henkilölle lähetetään asiakastyytyväisyyskysely, jolla mitataan palvelun onnistumista. Vuonna 2019 kyselyn toteutunut taso oli 4,5/5 (2018: 4,2/5) ja vastaajia oli 5140

(2018: 6081). (Kamux 2020f, 39.) Myytyjen autojen lukumäärä vuonna 2019 oli 55 432 (2018: 46 596), joten vastausprosentti asiakastyytyväisyyskyselyssä oli noin 9 % (2018: 13 %).

Yhtiön vuonna 2020 toteuttaman Suomalaiset autokaupoilla -tutkimuksen mukaan nykyisen auton huono kunto, ylläpidon kalleus, mukavuus ja turvallisuus ovat yleisimpiä syitä auton vaihtoon. Miehillä auton vaihtamisen harkitsemisen syyksi korostui vaihtelunhalu sekä kallis ylläpito (19 %) ja naisilla auton huono kunto (22 %). Ikäryhmittäin auton vaihtamisen halu korostuu 18–24-vuotiaissa, mihin voi vaikuttaa, että ensimmäinen auto on usein edullinen perusmalli. 25–34-vuotiailla auton vaihtamisen syynä puolestaan korostuu auton vanheneminen sekä auton varustelu. Suomalaiset autokaupoilla -tutkimus toteutettiin vastaavalla kysymyksenasettelulla myös vuonna 2018, mistä voidaan havaita, että miehet ja yli 35-vuotiaat ostaisivat käytetyn auton nyt todennäköisemmin kuin kaksi vuotta sitten. Yli 80 % vastaajien mielestä maksimibudjetti autolle on 0–24 000 euroa, kun kaupassa on vaihtoauto. (Kamux 2020h.)

Suomalaiset autokaupoilla -tutkimuksia toteuttamalla yhtiö saa arvokasta tietoa kuluttajakäyttäytymisessä tapahtuvista muutoksista, esimerkiksi käyttövoimien ja varustelun osalta. Tutkimuksista saatavaa dataa voidaan hyödyntää myyntiprosesseissa sekä osto-organisaation hankkiessa autoja varastoon. Varastojen ollessa täynnä kuluttajia kiinnostavia autoja, voidaan nähdä, että sillä on positiivinen vaikutus sekä asiakaskokemukseen että varaston kiertonopeuteen, mikä mahdollistaa strategian mukaista kannattavaa kasvua.

Neljännellä strategian osa-alueella eli sitoutuneella ja motivoituneella henkilöstöllä on iso merkitys vähittäiskaupassa menestymisessä. Myyjiä koulutetaan säännöllisesti Kamux-toimintamalliin sekä henkilöstön ja yhtiön intressit pyritään yhtenäistämään kannustinjärjestelmän avulla. (Kamux 2020f, 17.) Henkilöstön koulutuksen osalta yhtiö panostaa perehdytykseen sekä myyntityön koulutukseen. Myyjien koulutus sisältää lähiopetusta, oppimis- ja tehtäväpaketin verkkoportaalissa sekä työssäoppimisjakson myymälässä. Uusista myyjistä 98 % toteutti uusien myyjien koulutusohjelman vuonna 2019. Henkilöstöä oli vuonna

2019 keskimäärin 595, joista 91 % oli miehiä ja 9 % naisia. Vuonna 2019 toteutettiin työtyytyväisyys- ja työhyvinvointitutkimus, jonka tulos säilyi Suomessa vuoden 2017 tasolla, kokonaisarvosanan ollessa 3,93. Ruotsissa ja Saksassa tulokset paranivat, ollen 4,16 ja 3,96. Tulosten paranemisen taustalla yhtiö näkee olevan panostukset lähiesimiestoimintaan ja työyhteisöjen toimivuuteen, joiden tulokset olivat vertailuryhmän yläpuolella. (Kamux 2020f, 9, 40, 58.) Yhtiön ja työntekijöiden intressit yhtenäistetään kannustinjärjestelmän avulla. Kannustinjärjestelmässä huomioidaan myynti, autohankinnat ja vaihtoautot, integroidut palvelut sekä ristiinmyynti. (Kamux 2017, 65.)

5.3.3 Johto ja omistusrakenne

Hallituksen valitsema toimitusjohtaja vastaa operatiivisesta johtamisesta. Toimitusjohtajana toimii yhtiön perustaja Juha Kalliokoski. Koulutukseltaan Kalliokoski on poliisi ja ennen Kamuxin perustamista hän toimi automyyjänä, myyntipäällikkönä ja liikkeenjohtajana autoliikkeessä. Johtoryhmään kuuluvat toimitusjohtajan lisäksi talousjohtaja Marko Lehtonen, ostojohtaja Tero Törmänen, Suomen maajohtaja Tommi Iiskonmäki, viestintäjohtaja Satu Ojala, Chief Digital Officer Mikko-Heikki Inkeroinen, kehitysjohtaja Vesa Uotila sekä kansainvälisen liiketoiminnan johtaja Ilkka Virtanen. (Kamux 2020i.) Johtoryhmä on kokenut ja jäsenillä on monipuolisesti oman vastualueensa kokemusta usean vuoden ajalta.

Johtoryhmän palkkaus koostuu kiinteästä kuukausipalkasta, bonuspalkkioista ja osakeperusteisesta kannustinjärjestelmästä. Bonus- ja osakeperusteisella kannustinjärjestelmällä pyritään tukemaan sekä lyhyen että pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamista sekä sitouttamaan johtoa. Vuonna 2017 perustetun osakepalkkiojärjestelmän tarkoituksena on yhdistää osakkeenomistajien ja avainhenkilöiden tavoitteet. (Kamux 2020f, 49, 105.) Uusia osakkeita rekisteröitäessä osakepalkkiojärjestelmä laimentaa osakkeenomistajien omistusta yhtiössä. Pidän osakepalkkiojärjestelmää kuitenkin positiivisena asiana osakkeenomistajien näkökulmasta, sillä on tärkeää, että johdon ja osakkeenomistajien

intressit ovat yhtenäisiä ja kannustavat omistaja-arvon luontiin. Jokainen johtoryhmän jäsen on osakkeenomistaja yhtiössä.

Hallitukseen kuuluvat 30.11.2020 kuusi jäsentä, jotka ovat Harri Sivula, Reija Laaksonen, Antti Mäkelä, David Nuutinen, Jokke Paananen ja Tuomo Vähäpassi. Hallituksessa on kokemusta vähittäiskaupasta, markkinoinnista, digitalisaatiosta, pääomasijoittamisesta ja yritysrahoituksesta. Hallituksen jäsen Jokke Paananen on pääomasijoitusyhtiön Intera Partnersin toimitusjohtaja. (Kamux 2020j.) Pääomasijoitusyhtiö Intera Partners sijoitti Kamuxiin vuonna 2011 ja avusti yhtiötä Ruotsiin laajentumisessa. Vuoden 2017 listautumisen jälkeen Intera Partners on vähentänyt omistustaan yhtiössä useasti. Lopullinen irtaantuminen tapahtui syyskuussa 2020, kun institutionaalisille sijoittajille myytiin 5,6 miljoonaa osaketta, mikä vastasi 14,1 % osakekannasta. (Huhta 2020.) Näen Intera Partnersin irtautumisen positiivisena asiana osakkeen kannalta, sillä sen myötä osakkeen likviditeetti kasvaa, mikä tehostaa hinnanmuodostusta pörsissä.

Yhtiön osakekanta koostuu 40 017 420 osakkeesta ja yhteensä osakkeenomistajia on 12 556. 10 suurimmalla omistajalla on 30.11.2020 yhteensä 16 310 362 osaketta, joka vastaa 40,76 % osakekannasta (taulukko 1).

Osakkeenomistajat	Osakemäärä	% osakkeista
Kalliokoski Juha Antero	5 642 608	14,10
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	3 647 778	9,12
Mäkinen Jussi Antero	1 368 127	3,42
Kalliola Jyri	1 367 300	3,42
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1 010 349	2,52
Sijoitusrahasto Aktia Capital	890 442	2,23
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	683 000	1,71
OP-Suomi Pienyhtiöt -sijoitusrahasto	662 615	1,66
Sijoitusrahasto eQ Pohjoismaat Pienyhtiö	580 000	1,45
Callardo Capital Oy	458 143	1,14
Yhteensä	16 310 362	40,76

Taulukko 1. 10 suurinta osakkeenomistajaa 30.11.2020 (Kamux 2020k).

Suurimmat osakkeenomistajat koostuvat yhtiön henkilöstöstä, eläkevakuutusyhtiöistä sekä sijoitusrahastoista. Suurin osakkeenomistaja on yhtiön perustaja ja

toimitusjohtaja Juha Kalliokoski. Kalliokoski omistaa suoraan sekä määräysvalta-yhtiönsä Callardo Capital Oy:n kautta 15,24 % osakekannasta. Kalliokosken lisäksi henkilöstö omistaa yli 10 % osakkeista eli henkilöstön kokonaisomistus yhtiöstä on yli 25 % ja 100 suurimman omistajan joukossa on 19 työntekijää. (Kalliokoski 2020.) Johdon palkkausjärjestelmä, suuri henkilöstöomistajuus sekä Kalliokosken tuoma kasvollinen pääomistajuus kasvattavat luottamusta, että yhtiötä kehitetään pitkäjänteisesti ja omistaja-arvo maksimoiden. Suurimpien omistajien joukossa on useita osakerahastoja, mikä osaltaan kertoo, että yhtiö on läpäissyt usean salkunhoitajan seulan, ja he näkevät yhtiössä tuottopotentiaalia tulevaisuudessa.

5.3.4 Riskit

Riskienhallinta on osa päivittäistä toimintaa, ja sen tarkoituksena on riskien tunnistaminen, hallinta ja valvominen. Vain tietoisia ja harkittuja riskejä otetaan liiketoiminnan laajentamisessa ja markkina-aseman vahvistamisessa. Riskien lisäksi huomioidaan taloudelliset näkökulmat, ihmiset, ympäristö ja maine.

Toimitusjohtaja ja johtoryhmän jäsenet vastaavat omista vastuualueistaan ja riskienhallinnan koordinoinnista vastaa talousjohtaja. Riskeistä raportoidaan säännöllisesti hallitukselle, joka käsittelee merkittävimmät riskit, toimenpiteet sekä arvioi riskienhallinnan tehokkuutta. Merkittävimmiksi riskeiksi on tunnistettu yleinen taloustilanne, kilpailu, maine, henkilöstö ja häiriöt IT-järjestelmissä. (Kamux 2020f, 47.)

Yleinen taloudellinen tilanne voi vaikuttaa käytettyjen autojen kysyntään negatiivisesti, sillä talouden heikentyminen voisi aiheuttaa kuluttajissa epävarmuutta, jolloin he lykkäisivät auton hankintaa (Kamux 2020f, 59). Käytettyjen autojen markkina on ollut historiallisesti vakaa ja yleisen talouden tilanteen heikentymisen vaikutusta testattiin koronakriisissä, josta käytettyjen autojen markkina selvisi vähin vaurioin. Talouteen liittyviin riskeihin kuuluvat myös korko-, rahoitus- ja veroriskit. Autokaupan yhteydessä myytävillä integroiduilla palveluilla on merkittävä vaikutus kannattavuuteen ja siten muutokset rahoituslaitoksien luotonannossa ja korkotasossa vaikuttavat kilpailukykyyn markkinoilla. Yhtiön luotot ovat

vaihtuvakorkoisia ja euribor-sidonnaisia, mikä altistaa yhtiön korkoriskille. (Kamux 2020f, 95.) Korkoriski voisi realisoitua esimerkiksi siten että, inflaatio lähtisi Euroopassa elvytyksen myötä voimakkaaseen nousuun, mikä pakottaisi Euroopan keskuspankin nostamaan markkinakorkoja. Markkinakorkojen nousu kasvattaisi rahoituskustannuksia sekä voisi alentaa rahoitustuotteiden myynnistä saatavia palkkioita, heikentäen kannattavuutta.

Poliittinen keskustelu ja poliittiset päätökset koskien verotusta ja päästöjä vaikuttavat käytettyjen autojen markkinoiden kehitykseen (Kamux 2020f, 59). Suomessa vuonna 2018 voimaan astui uusia autoja koskeva WLTP-päästömittaustapa, joka aiheutti muutoksia autoverotuksessa. Uusi päästömittaustapa aiheutti merkittävää epätietoisuutta kuluttajissa ja näkyi uusien autojen kaupassa ostopäätöksien pitkittymisenä. (Kamux 2019, 23.) Autoverokeskustelua käydään säännöllisesti ja muutoksia verotukseen voi olla näköpiirissä, mutta todennäköisesti muutokset koskisivat ensisijaisesti uusien autojen markkinaa. Uusien autojen kysynnän laskulla olisi kuitenkin vaikutus myös käytettyjen autojen markkinaan, sillä uusien autojen kaupassa asiakkaalla on usein vaihtoautoa käytetty auto, mikä tuo uutta tarjontaa käytettyjen autojen markkinaan. Yhtiön vahva tase tuo turvaa tilannetta vastaan, jossa autovero poistettaisiin yön yli. Autoveron poistosta aiheutuisi kertaluonteinen alaskirjaus varaston arvoon, mutta vahvan taseen ja nopean varastonkierron ansiosta operatiivinen toiminta jatkuisi entiseen malliin.

Kilpailutilanteen kiristymistä käytettyjen autojen markkinassa voidaan mielestäni pitää suurimpana riskinä yhtiölle. Kamux on kannattavampi ja tuottaa korkeampaa tuottoa liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle kuin perinteiset kilpailijat. Korkean pääoman tuoton vuoksi markkinataloudessa on odotettavissa, että kilpailu tulee lisääntymään käytettyjen autojen markkinassa. Kilpailun kiristymisestä toimii esimerkkinä Suomen Autokauppa, joka on kasvanut neljässä vuodessa merkittäväksi toimijaksi Suomen markkinassa ja laajentunut myös Ruotsiin. Suomen Autokaupan voimakas kasvu todistaa, että tehokkaalla toimintamallilla voi kasvaa käytettyjen autojen markkinassa aggressiivisesti. Tehokkaat ja fokusoituneet toimijat tulevat olemaan yhä suurempi uhka ja viemään

markkinaosuutta varsinkin pieniltä toimijoilta, joilla ei ole mahdollisuutta hyödyntää liiketoiminnan koon mukana tuomia skaalaetuja, kuten isoa ja koko maan kattavaa autovarastoa. Kansainväliset toimijat voivat myös hyödyntää arbitraasia maiden välisissä hinnoittelussa ja valuuttakursseissa tapahtuvissa eroissa. Ruotsin kruunun ollessa heikko suhteessa euroon, kansainväliset toimijat voivat tuoda maahan kuluttajakysyntään vastaavia autoja ja myydä niitä kilpailukykyisin hinnoin.

Toimialaa voivat myös disruptoida vielä tuntemattomat ja täysin uudenlaiset liiketoimintamallit, kuten alustatalouden toimijat ja internetpohjaiset autokaupat, joilla ei ole fyysisiä toimipisteitä ja siten matalampi kiinteä kulurakenne ja parempi hinnoitteluvoima. Ulkoisessa analyysissä todettiin, että käytettyjen autojen markkina on suuri ja fragmentoitunut, joten markkinalle mahtuu erilaisia toimijoita. Näen, että suuret ja tehokkaat toimijat, jotka konsolidoivat markkinaa ja investoivat digitaalisuuteen tulevat olemaan vahvoilla markkinaosuuksista kilpailtaessa ja matalan volyymin paikalliset toimijat tulevat kokemaan luovan tuhon ensimmäisenä.

Vähittäiskaupassa brändillä ja maineella sidosryhmien keskuudessa on suuri vaikutus menestykseen. Maineriskiä hallitaan seuraamalla asiakastytyvää syyttä, korkealla asiakaspalvelutasolla ja vastuullisella toiminnalla. (Kamux 2020f, 59.) Maineriski realisoitui vuonna 2016, kun kävi ilmi, että Kamux oli jättänyt tiettyjen palkanluontoisten maksujen osalta ennakonpidätykset ja sosiaalikulut maksamatta usean vuoden ajalta, minkä seurauksena yhtiön hallitus keskeytti käynnissä olleen listautumisannin. Kamux sai lisäksi 10 miljoonan euron korvausvaatimuksen entiseltä osakkeenomistajalta liittyen yhtiön ja osakkeenomistajan välillä käytyyn osakekauppaan. (GlobesNewswire Inc 2016.) Listautumisen peruuntuessa yhtiö sai mediassa negatiivista julkisuutta, millä on todennäköisesti ollut negatiivinen vaikutus yhtiön maineeseen ja brändiin.

Listautumisyrityksen jälkeen Salo (2016) kirjoitti Kauppalehdessä:

Käytettyjen autojen kaupalla ei ole ennestäänkään kovin kaksinen maine ja alan kauppiaista vitsaillaan. Kamux ei ole pilannut vain omaa mainettaan, vaan roiskuttanut rapaa koko alan päälle.

Kuten artikkelissa todetaan, käytettyjen autojen kaupalla on huono maine ja käytetyt autot ovat nimensä mukaisesti käytettyjä, jolloin niissä esiintyy vikoja. Viat voivat olla piileviä, minkä vuoksi niitä ei pystytä paikantamaan ennen myyntiä ja kaupasta jää negatiivinen asiakaskokemus. Negatiivisista kokemuksista voidaan kirjoittaa keskustelupalstoille ja pienetkin epäonnistumiset voivat nopeasti saada isot mittasuhteet kirjoitusten levitessä sosiaalisessa mediassa. Yhtiöstä löytyykin paljon negatiivissävytteisiä kokemuksia sosiaalisesta mediasta ja keskustelupalstoilta, mikä heikentää yhtiön mainetta kuluttajien silmissä. Kamuxilla on myös viime vuosina ollut Suomen autoliikkeistä eniten autokauppoja kuluttajariitalautakunnan käsittelyssä, mikä ei ainakaan paranna yrityksen mainetta asiakkaiden silmissä (MTV Uutiset 2020).

Kasvustrategian toteuttamisen keskeinen komponentti on kasvaa orgaanisesti uusien myymälöiden avauksilla Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Laajeneminen uusille alueille kasvattaa liiketoiminnan riskiä. Perustettaviin myymälöihin tarvitaan useita automyyjiä, joten ammattitaitoisen henkilöstön rekrytoinnilla ja kouluttamisella on kriittinen rooli kasvutavoitteiden saavuttamisen kannalta. Myyjärekrytointeja tehdään vuosittain kaikissa toimintamaissa, joten yhtiö on pyrkinyt kehittämään rekrytointi- ja perehdytysprosessejaan vastatakseen tähän haasteeseen. Myyjien lisäksi myös myyntipäälliköiden ja johdon resurssit tulee pystyä mitoittamaan oikein, jotta kasvu ei ajaudu hallitsemattomaksi.

Kamux laajeni Ruotsiin orgaanisesti vuonna 2012 ja teki ensimmäisen voitollisen vuoden kuusi vuotta myöhemmin vuonna 2018. Ruotsiin laajentuessa Kamux avasi liian nopeasti ja liian laajalle maantieteelliselle alueelle liikkeitä, jolloin yhtiö ei pystynyt hallitsemaan kasvua olemassa olevilla resursseilla. Ruotsin laajentumisesta oppineena yhtiö on avannut Saksassa liikkeensä Suur-Hampurin alueelle. Keskittymällä tietylle maantieteelliselle alueelle kasvua voidaan hallita tehokkaammin ja ilmaantuviin ongelmiin voidaan reagoida nopeammin. (Kamux 2020e.)

Laajenemiseen liittyvä riski voi kasvaa tulevaisuudessa, jos johto kiihdyttää kasvua epäorgaanisesti. KPMG:n (1999) ja Boston Consulting Groupin (2011) tutki-

muksissa todettiin, että yli puolet yrityskaupoista tuhoavat omistaja-arvoa. Historiallisesti yhtiö on pystynyt investoimaan pääomat omistaja-arvoa luoden ja laajentamaan organisaatiota, mutta epäorganisaation kasvu on vielä tuntematon alue yhtiölle. Johdon historiallinen suoriutuminen ja iso henkilöstöomistajuus kasvattavat luottamusta, että liikevaihdon kasvun sijaan priorisoidaan omistaja-arvon kasvua myös tulevaisuudessa. Osakkeenomistajan tulee kuitenkin arvioida ja seurata johdon kykyä toteuttaa mahdollisia yrityskauppoja ja ymmärtää, että niihin liittyy merkittävä riski omistaja-arvon tuhoutumiselle.

Kamuxin liiketoiminnan ytimessä on digitalisaatio ja IT-järjestelmät, mikä muodostaa riskin liiketoiminnalle. IT-järjestelmät kattavat suurimman osan liiketoimintaprosesseista, kuten varaston seurannan, logistiikan, talouden seurannan ja henkilöstöresurssit. Erityisesti Kamuxille räätälöity CRM/ERP-järjestelmä, jolla seurataan autovarastoja sekä myyntityötä on kriittisessä roolissa. IT-järjestelmät vaativat jatkuvia investointeja ja kehitystyötä, joissa epäonnistuminen voisi aiheuttaa merkittäviä kustannuksia ja heikentää yhtiön kilpailuasetelmaa oleellisesti sekä häiriöt kriittisissä järjestelmissä voisivat lamauttaa yhtiön operatiivisen liiketoiminnan.

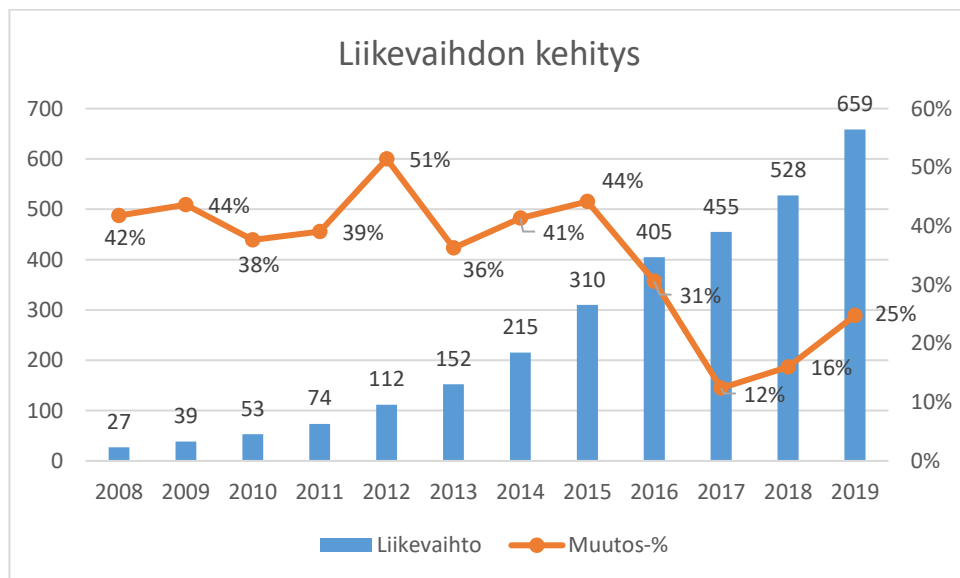
IT-investoinneissa onnistumisen merkitystä alleviivaa lääketukuri Oriola Oyj:n vuonna 2017 käyttöönottama SAP-toiminnan- ja varastonohjausjärjestelmä. Järjestelmän käyttöönotossa oli merkittäviä vaikeuksia, mikä aiheutti tuotteiden jakelussa viivästyksiä sekä miljoonien eurojen kustannukset. Fimean tarkistusraportin mukaan yhtiö ei ollut suunnitellut riskienhallintatoimia ehkäistäkseen mahdollisten toimituskatkojen vaikutuksia sekä henkilöstön perehdytyksessä oli ollut puutteita. (Tivi 2020.)

5.4 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysi toteutetaan vuosien 2014–2019 tilinpäätösten perusteella, mutta analyysissä hyödynnetään myös listalleottoesitettä, josta saadaan informaatiota kauempaa historiasta. Tilinpäätöksiä tutkitaan sekä raportoiduilla luvuilla että kertaluonteisista eristä oikaistuilla luvuilla. Kertaluonteiset erät liittyvät

listautumiseen, strategisiin selvityksiin, maantieteelliseen laajentumiseen, osakepalkitsemiseen sekä aikaisempiin tilikausiin liittyviin veroihin. Analyysissä otetaan myös huomioon IFRS 16 -standardin käyttöönoton vaikutus tiettyihin tunnuslukuihin. Kamuxilla ei ole samalla liiketoimintamallilla toimivia pörssilistattuja kilpailijoita, joten tunnuslukujen vertailussa hyödynnetään eurooppalaisia pörssilistattuja autojen vähittäiskaupan toimialalla toimivia yhtiöitä. Verrokkiyhtiöiden datan tietolähteenä käytetään Damodaranin (2020) tietokantaa.

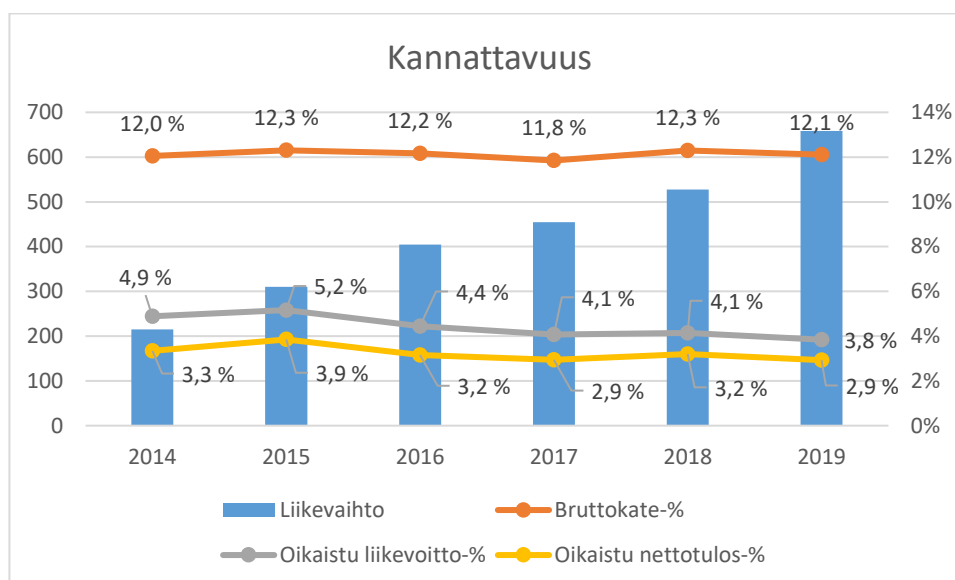
Kamuxilla on pitkä historia liikevaihdon kasvattamisesta. Liikevaihto on kasvanut 27 miljoonasta eurosta 659 miljoonaan euroon vuosina 2008–2019, eli suhteellinen kasvu on ollut keskimäärin 33,7 % vuodessa. Liikevaihdon kehitystä on havainnollistettu kuviossa 7.



Kuvio 7. Liikevaihto (MEUR) ja liikevaihdon muutos-% vuosina 2008–2019.

Liikevaihto on kasvanut joka vuosi ja suhteellinen kasvu on ollut erityisen voimakasta vuosina 2008–2015, ollen 40 % tuntumassa. Liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa suhteellinen kasvu on hidastunut vuoden 2015 jälkeen ja vuonna 2019 kasvu oli 25 %. Historiallinen kasvu on ollut orgaanista ja vahva kasvu kertoo johdon pitkäjänteisestä ja johdonmukaisesta työstä sekä kasvattaa luottamusta tulevaisuuden kasvun realisoitumiseen. Vahvan historiallisen kasvun ja tulevaisuuden kasvunäkymien vuoksi Kamuxia voidaan luonnehtia kasvuyhtiöksi.

Kannattavuuden kehitystä tarkastellaan liikevaihtoon suhteutettavien kertaluonteisista kuluista oikaistujen tulosmarginaalien avulla sekä pääomaan suhteutettavien tuottomittareiden avulla. Liikevaihtoon suhteutetut katemittarit ovat pysyneet melko stabiileina tarkasteluperiodilla (kuvio 8). Tulosmarginaaleja tarkastellessa tulee ottaa huomioon liikevaihdon voimakas kasvu, mikä on kasvattanut absoluuttista kannattavuutta merkittävästi jokaisella tulosrivillä.



Kuvio 8. Kannattavuuden kehitys vuosina 2014–2019.

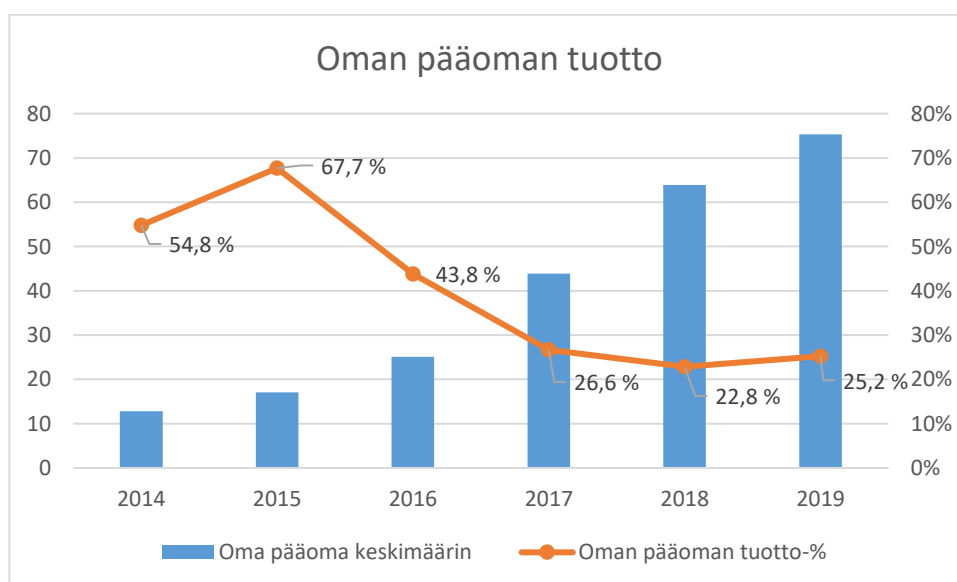
Bruttokate lasketaan vähentämällä liikevaihdosta ja liiketoiminnan muista tuotoista materiaalit ja palvelut, johon sisältyvät käytettyjen autojen hankinnan kulut sekä niiden kunnostus ja kuljetuskustannukset. Bruttokatemarginaali on pysynyt tasaisena ollen noin 12 % liikevaihdosta tarkastelujaksolla. Sisäisessä analyysissä todettiin, että Kamux pyrkii hinnoittelemaan autot markkinoiden edullisimpien yksilöiden joukkoon, minkä avulla yhtiö maksimoi varastonkierron ja voittaa markkinaosuuksia kilpailijoiltaan.

Liikevoitolla mitataan operatiivista kannattavuutta eli tulosta ennen rahoituseriä ja veroja. Oikaistu liikevoitto oli vuosina 2014–2015 noin 5 %, minkä jälkeen se on ollut laskevassa trendissä ja tasaantunut noin 4 % tasolle. Vahva liikevaihdon kasvu Ruotsissa ja Saksassa heikentää konsernin operatiivista kannattavuutta, sillä näissä maissa on Suomea heikompi suhteellinen kannattavuus. Toiminnan volyymin tuomien skaalaetujen vuoksi operatiivisessa

kannattavuudessa voi olla painetta ylöspäin tulevaisuudessa. Verrokkiryhmän suhteellinen liikevoitto on ollut keskimäärin 2,5 % vuosina 2014–2019. Kamuxin liikevoitto on merkittävästi verrokkiryhmää korkeampi, mikä kertoo yhtiön operatiivisesta tehokkuudesta. Yritystutkimus ry:n ohjearvojen avulla tarkasteltuna liikevoittomarginaali on heikolla tasolla.

Nettotulos on varsinaisen toiminnan tulos, joka kuuluu yrityksen omistajille. Oikaistu nettotulos on ollut historiallisesti keskimäärin 3,2 % vuosina 2014–2019 ja toimialalla nettotulos on ollut keskimäärin 1,55 %. Liikevoiton tavoin myös nettotulos on verrokkiryhmää huomattavasti korkeammalla tasolla. Yhtiö voikin tulokasvun lisäksi palkita omistajiaan osingolla, jota pyritään strategisten tavoitteiden mukaisesti jakamaan vähintään 30 % tilikauden voitosta.

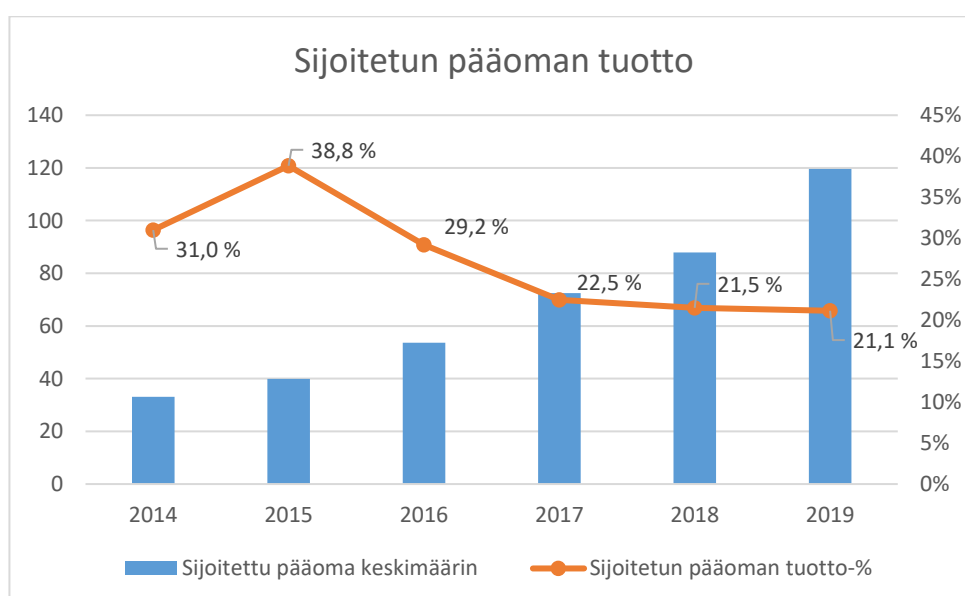
Omalle pääomalle saavutettu tuotto on ollut korkea ja oma pääoma on kasvanut voimakkaasti (kuvio 9). Vuosina 2014–2015 oman pääoman tuotto-% oli yli 50 prosenttia, jonka jälkeen se on laskenut ja tasaantunut noin 25 % tasolle. Toimialan keskiarvo vuosina 2014–2018 on ollut 16 %.



Kuvio 9. Oma pääoma keskimäärin (MEUR) ja oman pääoman tuotto-% 2014–2019.

Liiketoimintamallin luomien kilpailuetujen turvin Kamuxin on mahdollista tehdä kilpailijoita merkittävästi korkeampaa tuottoa osakkeenomistajien omalle pääomalle. Oman pääoman tuotto ylittää CAP-mallilla luvussa 5.5.2 määritettävän osakkeenomistajien tuottovaatimuksen, jolloin liiketoiminta kasvattaa omistaja-arvoa yli ajan. Alma Talentin ohjearvoihin peilattuna oman pääoman tuotto on erinomaisella tasolla

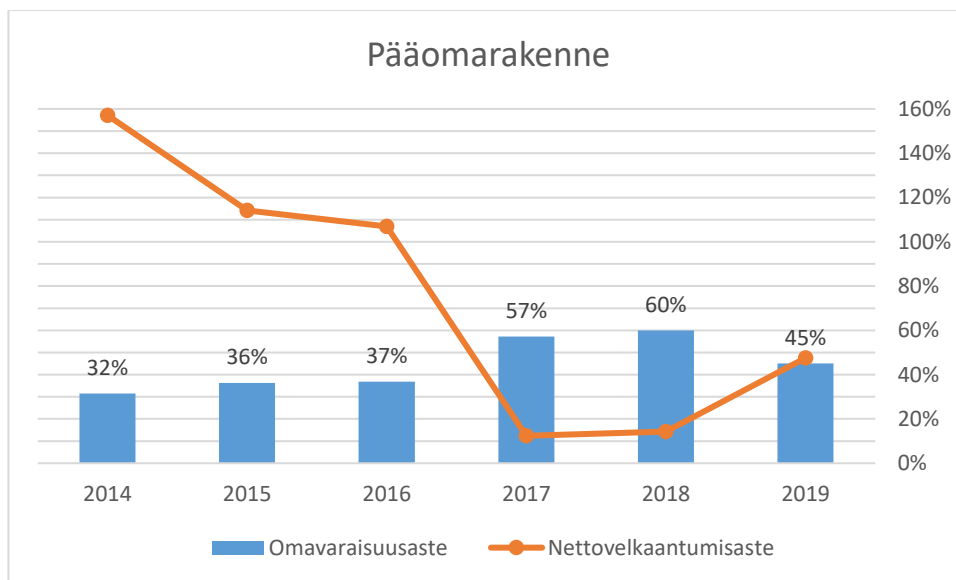
Sijoitetun pääoman tuotto on laskenut yli 30 %:n tasolta noin 20 %:n tasolle, mutta on edelleen hyvällä tasolla ohjearvoihin peilattuna. Sijoitetun pääoman tuoton tulisi olla vähintään yrityksen keskimääräisen rahoituskustannuksen (WACC) tasolla, joka määritellään luvussa 5.5.2. Voidaan todeta jo tässä vaiheessa, että sijoitetun pääoman tuotto ylittää keskimääräisen rahoituskustannuksen reilulla marginaalilla, jolloin yhtiö luo arvoa sekä oman pääoman sijoittajille että vieraan pääoman sijoittajille. Sijoitetun pääoman tuottoa vuosina 2014–2019 on havainnollistettu kuviossa 10.



Kuvio 10. Sijoitettu pääoma keskimäärin (MEUR) ja sijoitetun pääoman tuotto-% 2014–2019.

Pääomarakenne on kehittynyt viime vuosina varsin hyvään suuntaan, ja yhtiön rahoitusriski on alentunut (kuviot 11). Omavaraisuusaste kasvoi merkittävästi vuonna 2017, kun yhtiö keräsi listautumisannissa 20,5 miljoonaa euroa pääomaa. Pääomarakenteen kehitys on jatkunut positiiviseen suuntaan, mutta

vuonna 2019 omavaraisuus laski IFRS 16 -standardin käyttöönoton vuoksi. Kirjanpidollisista IFRS 16 vuokraveloista oikaistuna omavaraisuusaste olisi kasvanut 60,7 prosenttiin 2019 lopussa. Omavaraisuusaste on hyvällä tasolla Yritystutkimus ry:n ohjearvojen mukaan, vaikka vuokravelkoja ei oikaistaisi.

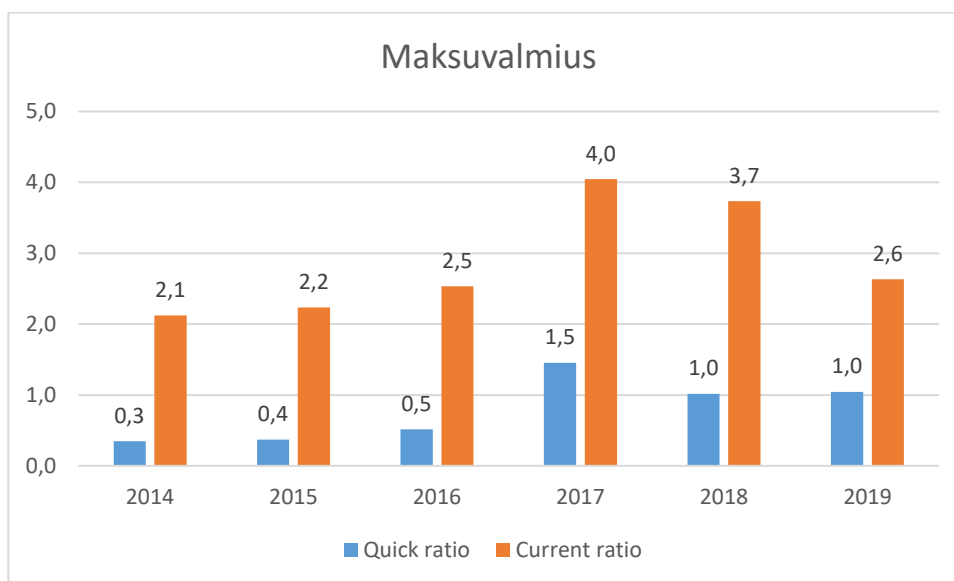


Kuvio 11. Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste 2014–2019.

Nettovelkaantumisaste oli 157 % vuonna 2014 eli ohjearvojen mukaan heikolla tasolla. Vuoden 2017 listautumisannin myötä kasvaneet rahavarat laskivat nettovelkaantumisastetta ja kasvattivat yhtiön taloudellista liikkumavaraa. Omavaraisuusasteen tapaan myös nettovelkaantumisaste heikkeni vuonna 2019 IFRS 16 -standardin käyttöönoton vaikutuksesta. IFRS 16 vuokraveloista oikaistuna nettovelka oli -8,1 miljoonaa euroa vuoden 2019 lopussa eli vertailukelpoisesti tarkasteltuna yhtiö olisi nettovelaton.

Maksuvalmiuden kehitystä vuosina 2014–2019 on havainnollistettu kuviossa 12. Quick ratio oli Yritystutkimus ry:n ohjearvojen mukaan heikolla tasolla vuodet 2014–2016. Vuonna 2017 toteutetun listautumisannin ansiosta tunnusluku nousi hyvälle tasolle ja on vakiintunut yhden tuntumaan, jolloin Kamuxilla on lyhytaikaista rahoitusomaisuutta saman verran kuin lyhytaikaisia velkoja. Tunnusluku ei ole merkittävästi yli yhden, joten voidaan todeta että, Kamuxilla ei myöskään ole heikosti tuottavaa ylikviditeettiä taseessaan. Vuoden 2019 osalta

vertailukelpoisuutta heikentää IFRS 16 vuokraelkojen aktivointi taseeseen, mutta tunnusluku säilyy silti hyvällä tasolla.

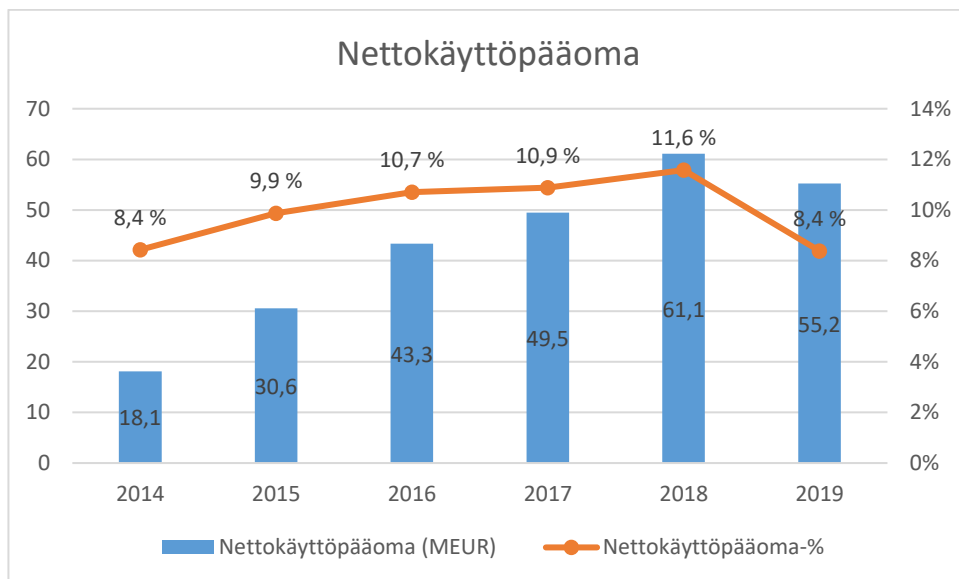


Kuvio 12. Quick ratio ja Current ratio 2014–2019.

Current ratiota laskettaessa lyhytaikaiseksi rahoitusomaisuudeksi luetaan lisäksi vaihto-omaisuus. Yhtiön taseessa on paljon vaihto-omaisuutta, jolloin Current ratio nousee quick ratiota huomattavasti korkeammalle. Luku on pysynyt koko tarkasteluperiodin ajan yli kahden tasolla, joten tunnusluvun perusteella yhtiön maksuvalmiutta voidaan pitää erittäin hyvänä. Current ratiota voidaan pitää käyttökelpoisena tunnuslukuna Kamuxin maksuvalmiutta tarkastellessa, sillä yhtiön varasto kiertää nopeasti, jolloin vaihto-omaisuus on kuranttia ja likvidiä.

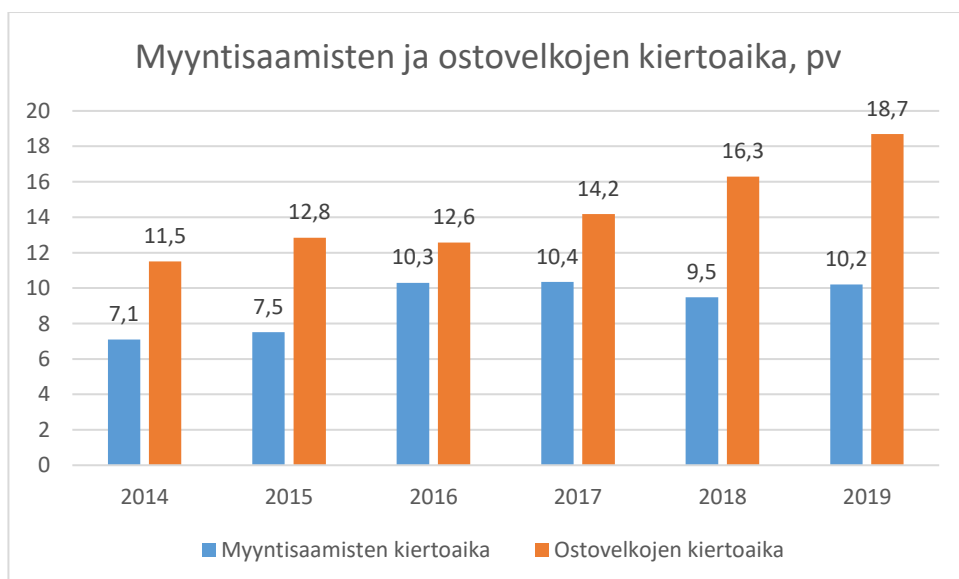
Nettokäyttöpääoma kertoo pitkäaikaisella vieraalla pääomalla ja omalla pääomalla rahoitettavan rahoitus- ja vaihto-omaisuuden määrän. Merkittävin osuus yhtiön käyttöpääomasta sitoutuu vaihto-omaisuuteen eli autovarastoon. Vertailukelpoisten myymälöiden myynnin kasvun ja uusien autoliikkeiden perustamisen myötä nettokäyttöpääoma on kasvanut absoluuttisesti liiketoiminnan volyymin kasvaessa. Liikevaihtoon suhteutettuna nettokäyttöpääomaprocentti ei ole kuitenkaan merkittävästi lähtenyt kasvuun ja nettokäyttöpääoma on ollut keskimäärin 10 % liikevaihdosta. Nettokäyttöpääomaprocentin pysyessä vakaana,

Kamux toimii tehokkaasti, eikä kasvun saavuttamiseksi tarvitse sitoa merkittävästi lisää pääomaa. Nettokäyttöpääoman kehitystä on havainnollistettu kuviossa 13.



Kuvio 13. Nettokäyttöpääoma (MEUR) ja nettokäyttöpääoma-% 2014–2019.

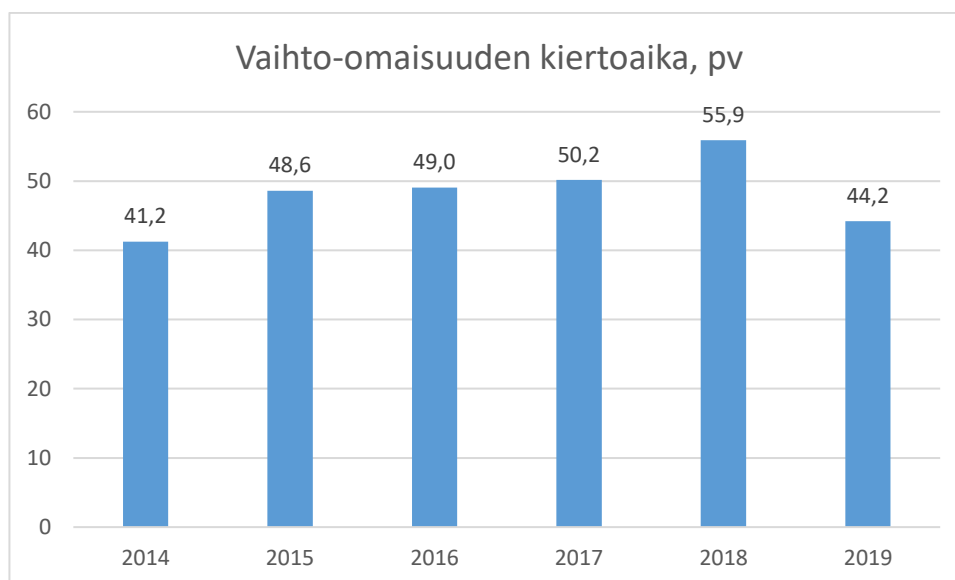
Myyntisaamisten ja ostovelkojen kiert ajoissa nähdään tehokkuuden osalta positiivista kehitystä (kuvio 14). Myyntisaamisten kiertoaika on stabiloitunut vuosien 2016–2019 välillä noin 10 päivään ja ostovelkojen kiertoaika on lähtenyt tasaiseen kasvuun. Yhtiön kannalta on positiivista, että ostovelkojen kiertoaika ylittää myyntisaamisten kiertajan, jolloin tavarantoimittajat rahoittavat yhtiön kasvua.



Kuvio 14. Myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoaika 2014–2019.

Uskon, että liiketoiminnan kokoluokan myötä tulevat skaalaedut ovat alkaneet näkyä ostovelkojen kiertonopeuden kasvamisena. Yhtiö pystyy neuvottelemaan suuren kokonsa ja ison ostovolyymien ansiosta pidempiä maksuehtoja, mikä näyttäytyy ostovelkojen kiertoajan kasvuna. Tulee muistaa, että kiertoajat kuvaavat vain tilipäätöshetken tilannetta, jolloin tilikauden aikaisia kausivaihteluita ei huomioida. Ostovelkojen kiertonopeuden kasvu voi myös viitata maksuvaikeuksiin. Maksuvaikeuksia en pidä todennäköisenä, sillä samaan aikaan liiketoiminnan fundamentit ovat kehittyneet positiiviseen suuntaan.

Varastoinnin tehokkuudesta kertovassa vaihto-omaisuuden kiertoajassa on nähtävissä vuosina 2014–2018 pieni nouseva trendi ja tarkasteluperiodin keskimääräinen kiertoaika on ollut 48 päivää. Vaihto-omaisuuden kiertoaikaa on havainnollistettu kuviossa 15.



Kuvio 15. Vaihto-omaisuuden kiertoaika 2014–2019.

Kiertoajan hidastumiseen on vaikuttanut kansainvälisen liiketoiminnan kasvu ja liikkeiden välisen ristiinmyynnin kasvu, minkä vuoksi autoja ei saada heti myyntiin. Kiertoajan pidentyessä autojen myynnistä saatava bruttokate laskee ja pääomaa sitoutuu varastoon. Bruttokatte lasku ja pääoman sitoutuminen vaikuttavat negatiivisesti yhtiön kannattavuuteen ja liiketoimintaan sitoutuneen pääoman tuottoon. Sijoittajan tuleekin pitää vaihto-omaisuuden kiertonopeutta

silmällä tulevaisuudessa, sillä kiertonopeus on kriittinen komponentti liiketoiminnan näkökulmasta. Kiertoaika on hidastumisesta huolimatta erinomaisella tasolla verrattuna kilpailijoihin, joiden varaston kiertonopeus on Kalliokosken (2020) mukaan keskimäärin 70–80 päivää.

5.5 Arvonmääritys

5.5.1 Asiantuntijan haastattelu

Arvonmäärityksen tueksi toteutettiin puolistrukturoitu haastattelu eli teemahaastattelu, jotta tietoperustan lisäksi voidaan soveltaa asiantuntijan käytännön kokemusta arvonmäärityksen toteuttamisesta. Teemahaastattelu suoritettiin yksilöhaastatteluna, ja se nauhoitettiin. Keskustelua ohjasi haastattelurunko (liite 1), joka lähetettiin haastateltavalle etukäteen.

Haastattelu tehtiin Ari Kostamolle, joka toimii Senior Managerina konsulttiyritys KPMG:n Corporate Finance -yksikössä. Ennen KPMG:lle siirtymistään Kostamo työskenteli 15 vuotta pääomasijoittajana ja 10 vuotta finanssisektorilla. KPMG:llä työtehtäviin kuuluvat ostajien ja myyjien neuvonanto yrityskaupoissa sekä arvonmääritystoimeksiannot.

Kostamon (2020) mukaan yrityksen arvonmääritykseen käytetään yleisimmin kassavirtapohjaista arvonmääritystä, markkinaperusteista arvonmääritystä, jossa yritystä verrataan pörssiverrokkeihin sekä toteutuneita yrityskauppoja. Näiden arvonmääritystapojen perusteella määritellään yrityksen käypä arvo eli todellinen arvo. Arvonmääritysmenetelmillä määritelty arvo voi muodostua erisuuruiseksi, minkä vuoksi voi tulla kyseeseen painottaa tuloksia painokertoimilla, jotka perustuvat arvonmäärittäjän kokemukseen ja asiantuntemukseen yhtiöstä. Arvonmäärittämiseen on olemassa myös muita harvemmin käytettäviä menetelmiä, kuten tasesubstanssiin, osinkoihin, lisäarvoon tai osien summaan perustuvat arvonmääritykset. Tasesubstanssiin perustuva arvonmääritys on taaksepäin katsova arvonmääritysmenetelmä, jonka vuoksi sitä käytetään esimerkiksi vero-

tukseen liittyvissä toimeksiannoissa. Osien summa -menetelmää voidaan puolestaan käyttää esimerkiksi rahastojen arvonmäärittämisessä, jolloin arvo määritellään erillisten sijoituskohteiden summana. (Kostamo 2020.)

Kassavirtapohjaisessa arvonmäärittämisessä ennustetaan kassavirtaa usein 3–5 vuotta eteenpäin, mutta tapauskohtaisesti ennusteperiodi voi olla pidempi. Tulevaisuuden ennusteissa täytyy muistaa, että mitä kauemmaksi ennustetaan, sitä enemmän epävarmuutta ennusteisiin liittyy. Historiallista kannattavuutta tarkastellessa kertaerät, kuten kiinteistöjen myyntivoitot, pyritään eliminoimaan. Tulevia yrityskauppoja ei ennusteta, ellei niiden toteutuminen ole varmaa. Arvonmäärittämisessä näkökulmasta käyttöpääoman muutoksella on iso merkitys ja kassavirtaennusteissa käyttöpääoma kasvaa usein liikevaihdon tahdissa. Käyttöpääoman kasvu sitoo yrityksen pääomia, mikä laskee vapaan kassavirran määrää ja sitä kautta myös yrityksen arvoa. Ennusteperiodin jälkeen tehdään pitkän aikavälin kasvuennuste. Pitkän aikavälin kasvuna käytetään usein inflaatiota, joka asettuu tällä hetkellä 1–2 % väliin. (Kostamo 2020.)

Kassavirtaennusteiden laatimisessa optimaalinen tilanne on, jos käytettävissä ovat yrityksen johdon ennusteet liiketoiminnan kehityksestä ja markkinasta. Mikäli johdon ennusteita ei ole käytettävissä, käytetään yhtiön ulkopuolisia data-lähteitä, joita voivat olla esimerkiksi Merger Market ja Damodaran. Kassavirtamallissa yrityksen arvo voi muodostua liian korkeaksi, jos ennusteet ovat liian optimistisia. Ennusteita onkin syytä haastaa ja tarkastella kriittisesti, mikäli ne eivät vaikuta realistisilta. Kassavirtamallin ennusteherkkyyden vuoksi tehdään herkkyyksianalyysi, jolla pyritään haarukoimaan käytettävissä muuttujissa tapahtuvien muutosten vaikutusta yrityksen käypään arvoon. Muuttujina voidaan käyttää esimerkiksi pitkän aikavälin kasvua, liikevoittoprosenttia tai tuottovaatimusta. Herkkyyksianalyysiä hyödynnetään siksi, että pienetkin muutokset muuttujissa voivat heiluttaa yrityksen arvoa merkittävästi. (Kostamo 2020.)

Markkinaperusteisessa arvonmäärittämisessä pörssiverrokkeista haetaan 10–15 yritystä, joista haetaan tiedot ja joiden arvostuksia peilataan arvonmäärittämisessä kohteena olevaan yritykseen. Mikäli suoria pörssiverrokkeja ei ole, pyritään löy-

tämään mahdollisimman lähellä olevia yrityksiä ympäri maailman. Markkinaperusteisessa arvonmäärityksessä tulee huomioida, että luvut ovat tietyltä hetkeltä ja yrityksissä voi tapahtua muutoksia nopeastikin. (Kostamo 2020.)

Listamattomien yritysten tuottovaatimuksessa huomioidaan erilaisia riskilisiä, kuten likviditeettipreemio. Sijoittajan näkökulmasta omistusta pienestä ja listamattomasta yrityksestä voi olla hankala myydä, jolloin sijoituksen riski kasvaa ja sijoittajat vaativat likviditeettipreemiota, mikä nostaa tuottovaatimusta. Likviditeettipreemio voi tulla kyseeseen myös pörssiyrityksillä, joilla on pieni vaihto pörssissä. Koko pääoman kustannuksen (WACC) määrittämisessä hyödynnetään pörssilistattujen verrokkien taserakenteita, joiden perusteella haetaan oman ja vieraan pääoman tavoitetasot. Vieraan pääoman osuudella koko pääomasta kerrotaan vieraan pääoman kustannus ja oman pääoman osuudella koko pääomasta kerrotaan oman pääoman tuottovaatimus, mistä syntyy yrityksen koko pääoman kustannus. Oman pääoman kustannus on usein korkeampi kuin vieraan pääoman kustannus ja esimerkiksi vakailta energiayhtiöllä on usein paljon vierasta pääomaa taseessa, jolloin koko pääoman kustannus muodostuu matkalaksi ja yrityksen arvo korkeaksi. (Kostamo 2020.)

5.5.2 Tuottovaatimuksen määrittäminen

Kamuxin tuottovaatimus määritellään oman pääoman tuottovaatimuksen ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen perusteella. Oman pääoman tuottovaatimus lasketaan CAP-mallilla riskittömän koron, riskilisen ja beetan avulla.

Riskittömänä korkona pidetään Yhdysvaltojen 10-vuotista valtion velkakirjaa. Pitkien korkojen historiallinen tuotto vuosina 1900–2019 on ollut keskimäärin 4,9 % (Credit Suisse 2020, 22). Velkakirjojen korot ovat olleet Yhdysvalloissa laskevassa trendissä vuodesta 1980 alkaen eli 40 vuoden ajan. Laskevan trendin vuoksi en näe perusteltuna käyttää historiallista riskitöntä korkoa arvonmäärityksessä, sillä arvonmäärityksessä pyritään katsomaan tulevaisuuteen.

Koronakriisin seurauksena keskuspankit ovat pyrkineet elvyttämään taloutta laskemalla ohjauskorkoja ja ostamalla velkakirjoja markkinoilta, mikä on lisännyt likviditeettiä ja kysyntää velkakirjamarkkinalla. Kysynnän ja likviditeetin kasvu on nostanut velkakirjojen hintoja ja painanut korkoja entistä alemmaksi. Keskuspankkielvytyksen vuoksi riskejä ei hinnoitella velkakirjamarkkinalla markkinaehtoisesti ja korot ovat keinotekoisesti matalalla. Yhdysvaltojen 10-vuotisen valtionlainan korko kääntyi koronakriisin alkaessa historiallisen alhaisella tasolla 0,3 prosentissa ja vuoden 2020 lopussa korko oli 0,9 %. Mielestäni velkakirjamarkkina ei toimi täysin markkinaehtoisesti ja 10-vuotisen velkakirjan korko on erityisen alhaisella tasolla, minkä vuoksi tutkimuksessa käytetään riskittömänä korkona Yhdysvaltojen 30-vuotisen valtion velkakirjan 1,8 % korkoa. Uskon, että se kuvastaa paremmin markkinan näkemystä pidemmän aikavälin riskittömän koron tasosta.

Riskilisä eli riskipreemio kuvastaa sitä, kuinka paljon sijoittajat vaativat riskittömän koron ylittävää tuottoa sijoittaakseen riskisempään kohteeseen, kuten osakkeisiin. Tässä tutkimuksessa riskilisä määritellään vertaamalla osakkeiden historiallista tuottoa riskittömään tuottoon. Osakkeiden historiallinen tuotto on ollut Yhdysvalloissa 9,6 % ajanjaksolla 1900–2019 (Credit Suisse 2020, 22). Historiallisesta tuotosta vähennetään tutkimuksessa käytettävä riskitön korko 1,8 %, jolloin osakemarkkinan riskipreemio on 7,8 %.

Markkinabeetan laskemista varten markkinaportfolioksi valittiin Helsingin pörsin kehitystä seuraava painorajoitettu OMX Helsinki Cap PI -indeksi. Osakkeen kurssimuutokset ja indeksin pistemuutokset ladattiin Exceliin ajanjaksolta 1.1.2020–30.12.2020. Tämän jälkeen beeta-kerroin laskettiin dataa ja Excelin slope-funktiota hyödyntämällä. Beeta-kertoimeksi muodostui 1,13 eli Kamuxin osakkeen riski on kokonaismarkkinaa korkeampi, joten sitä voi kutsua aggressiiviseksi osakkeeksi. Markkinan noustessa prosentin Kamuxin osakekurssi keskimäärin nousee 1,13 %, ja vastaavasti markkinan laskiessa prosentin osakekurssi keskimäärin laskee 1,13 %.

Vieraan pääoman tuottovaatimus arvioidaan mallintamalla yrityskohtainen tuottolisä riskittömän koron päälle. Yrityskohtaisen riskilisän arvioidaan olevan 1,7

%, jolloin vieraan pääoman kustannukseksi muodostuu 3,5 %. Damodaranin (2020) tietokannan mukaan toimialan vieraan pääoman kustannus on ollut viime vuosina keskimäärin 4 %. Kilpailijoita korkeampi kannattavuus ja vahva tase alentavat yhtiön riskiprofilia ja puoltavat matalampaa vieraan pääoman kustannusta verrokkiyhtiöihin nähden.

Kostamon (2020) mukaan koko pääoman kustannuksen määrittämisessä hyödynnetään pörssilistattujen verrokkien taserakenteita, joiden perusteella mallinnetaan oman ja vieraan pääoman tavoitetasot. Kamuxille laskettu markkinabeeta heijastaa yhtiön nykyistä rahoitusriskiä ja taserakennetta, minkä vuoksi beeta tulee oikaista velattomaksi ennen verrokkien taserakenteiden hyödyntämistä. Kamuxin taseessa on vuoden 2019 tilinpäätöksen mukaan omaa pääomaa 81,7 miljoonaa ja vierasta pääomaa 99,8 miljoonaa. Voitto ennen veroja oli 24,4 miljoonaa euroa ja maksetut verot 5,3 miljoonaa euroa, jolloin efektiivinen veroaste on 21,7 %. Velattomaksi beetaksi saadaan 0,58, kun edellä mainitut luvut sijoitetaan laskukaavaan:

$$\text{Velaton beeta} = \frac{\text{Markkinabeeta}}{(1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E}\right))}$$

$$\text{Velaton beeta} = \frac{1,13}{(1 + (1 - 0,217) \times \left(\frac{99,8}{81,7}\right))} = 0,58$$

Velattoman beetan laskemisen jälkeen beeta leveroidaan uudelleen toimialan yhtiöiden keskimääräisellä taserakenteella, jotka saadaan Damodaranin (2020) tietokannasta. Toimialalla omaa pääomaa on keskimäärin 57 % ja vierasta pääomaa 43 %. Verrokkiyhtiöiden keskimääräisellä taserakenteella leveroitu beeta-kerroin on 0,92.

$$\text{Leveroitu beeta} = \text{Velaton beeta} \times (1 + (1 - t) \times (D/E))$$

$$\text{Leveroitu beeta} = 0,58 \times (1 + (1 - 0,217) \times (0,43/0,57)) = 0,92$$

Riskittömän koron, riskilisän ja beeta-kertoimen määrittämisen jälkeen laske-
taan oman pääoman tuottovaatimus:

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

$$E(R_i) = 1,8 \% + 0,92 [9,6 \% - 1,8 \%]$$

$$E(R_i) = 9,0 \%$$

Oman pääoman ja vieraan pääoman tavoitetasojen sekä tuottovaatimusten ja veroasteen määrittämisen jälkeen voidaan laskea koko pääoman tuottovaati-
mus:

$$WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)$$

$$WACC = 0,57 \times 0,090 + 0,43 \times 0,035 \times (1 - 0,217) = 6,3 \%$$

5.5.3 Arvonmäärittymallit

Arvonmäärittystä toteutettaessa käytössä ei ole yhtiön sisäisiä ennusteita liike-
toiminnan kehityksestä tai markkinasta. Käytettävät oletukset pohjautuvat ulkoi-
seen ja sisäiseen analyysiin, sekä yhtiöstä saatavilla olevaan julkiseen infor-
maatioon ja niistä tehtäviin johtopäätöksiin. Yhtiön pörssihistoria on muutaman
vuoden mittainen ja liiketoiminta kasvaa voimakkaasti, mikä aiheuttaa epävar-
muutta tulevaisuuden ennusteiden suhteen. Yhtiö julkaisi 20.3.2020 tulosvaroi-
tuksen, jossa todettiin, että koronapandemian aiheuttamien rajoitusten vuoksi,
yhtiö ei todennäköisesti tule pääsemään keskipitkän aikavälin tavoitteisiinsa
vuonna 2020.

Käytettyjen autojen markkinan elpymässä kesällä sekä nopean reagointikyvyn ja
digipainotteisen toimintamallin vuoksi Kamux täsmensi näkymiään pörssitiedot-
teella vuodelle 2020. Pörssitiedotteen mukaan yhtiö tulee parhaan arvionsa mu-
kaan pääsevän keskipitkän aikavälin tavoitteisiinsa liikevoittomarginaalin osalta
(4 %) ja liikevaihdon osalta (10 %) lähelle tavoitetta tai tavoitteeseen.

Hiljattain tapahtuneen listautumisen vuoksi osingonmaksuhistoria pörssiyhtiönä on lyhyt. Lyhyen osingonmaksuhistorian ja liiketoiminnan kasvunäkymien vuoksi ei voida olettaa, että osinko pysyisi stabiilina tulevaisuudessa, jolloin osinkomallia ei voida hyödyntää arvonmääritykseen sellaisenaan. Osakkeen osinkoperusteinen arvo lasketaan useamman erisuuruisen kasvun jakson perusteella, jotta liiketoiminnan kasvu voidaan ottaa huomioon. Osingot ennustetaan vuosille 2020–2029 arvioimalla osakekohtainen tulos ja osinkosuhde, minkä jälkeen osingon kasvuun sovelletaan Gordonin kasvumallia.

Ennusteperiodin liikevaihdon kasvu mallinnetaan myytyjen autojen lukumäärän ja autojen keskihinnan perusteella (taulukko 2). Historiallisesti myytyjen autojen lukumäärä on kasvanut vuosina 2015–2019 keskimäärin 18 % vuodessa. Vuonna 2020 myytyjen autojen lukumäärän ennustetaan kasvavan 10 % koronakriisin aiheuttaman haasteellisen toimintaympäristön ja kuluttajien taloudellisen epävarmuuden vuoksi. Kasvu kiihtyy lähelle historiallisia tasoja vuosina 2021–2022 talouden piristyessä koronarokotteen myötä ja kuluttajaluottamuksen kasvaessa. Vuonna 2022 kasvun ennustetaan olevan 16 % ja konserni ylittää miljardin euron liikevaihdon rajan. Vuosina 2023–2029 kasvun ennustetaan laskevan tasaisesti kohti ennusteperiodin loppua, kun kilpailu kiristyy käytettyjen autojen markkinassa. Myytyjen autojen keskimääräinen hinta on ollut 12 143 euroa vuosina 2015–2019. Tulevaisuudessa autojen keskihinnan oletetaan kasvavan 1,7 prosenttia vuosittain, mikä on Euroopan keskuspankin (2020) arvioima pitkän aikavälin inflaatio-odotus.

Ennusteet	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Myytyjen autojen lukumäärä	60 975	69 512	80 634	91 922	102 953	113 248	122 308	129 647	134 833	137 529
Kasvu-%	10 %	14 %	16 %	14 %	12 %	10 %	8 %	6 %	4 %	2 %
Myytyjen autojen keskihinta	12 349	12 559	12 773	12 990	13 211	13 435	13 664	13 896	14 132	14 372
Kasvu-%	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Liikevaihto (MEUR)	753	873	1 030	1 194	1 360	1 522	1 671	1 802	1 905	1 977
Kasvu-%	14,4 %	15,9 %	18,0 %	15,9 %	13,9 %	11,9 %	9,8 %	7,8 %	5,8 %	3,7 %

Taulukko 2. Myytyjen autojen lukumäärän ja keskihinnan ennusteet.

Raportoitu nettotulos on ollut keskimäärin 3 % liikevaihdosta vuosina 2014–2019. Mallissa ei ennusteta suhteellisen kannattavuuden kasvavan liiketoiminnan volyymin kasvaessa, vaan nettotuloksen oletetaan pysyvän ennustepe-

riodilla historiallisella 3 %:n tasolla. Kannattavuudessa on painetta ylöspäin analyysissä todettujen liiketoiminnan volyymin tuomien mittakaavaetujen tullessa esiin Ruotsissa ja Saksassa, mutta pitämällä nettotuloksen nykyisellä tasolla saadaan turvamarginaalia ennusteisiin. Ennustetun liikevaihdon ja nettotulosprosentin avulla lasketetaan tilikauden voitto, joka jaetaan osakkeiden lukumäärällä osakekohtaisen tuloksen (EPS) laskemiseksi. Osinkosuhteen ennustetaan olevan vuosina 2020–2021 edellisvuoden tasolla 50 prosentissa ja nousevan 55 prosenttiin vuonna 2022. Tämän jälkeen osinkosuhteen ennustetaan olevan 60 prosenttia vuosina 2023–2025. Vuosina 2026–2029 osinkosuhte tasaantuu 75 prosenttiin, kun liiketoiminta saavuttaa kypsän vaiheen. Houkuttelevia investointikohteita ei ole näköpiirissä ja omistaja-arvon maksimoimiseksi tulos jaetaan omistajille. Osinkomallissa käytettävät ennusteet ovat havainnollistettu taulukossa 3.

Tulosennusteet	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e–
Liikevaihto	753	873	1030	1194	1360	1522	1671	1802	1905	1977	
Nettotulos	22,6	26,2	30,9	35,8	40,8	45,6	50,1	54,0	57,2	59,3	
EPS	0,56	0,65	0,77	0,90	1,02	1,14	1,25	1,35	1,43	1,48	
Osinkosuhte	50 %	50 %	55 %	60 %	60 %	60 %	75 %	75 %	75 %	75 %	
DPS	0,28	0,33	0,42	0,54	0,61	0,68	0,94	1,01	1,07	1,11	15,5

Taulukko 3. Osinkomallin ennusteet.

Osakekohtaisen tuloksen ja osinkosuhteen perusteella arvioidut osakekohtaiset osingot (DPS) kuuluvat osakkeenomistajille, minkä vuoksi osingot diskontataan käyttämällä oman pääoman tuottovaatimusta 9,0 %. Ennusteperiodin jälkeisen osingon arvioidaan kasvavan ikuisesti ennustetun inflaation tahdissa 1,7 % vuodessa.

$$P_0 = \frac{0,28}{(1+0,09)} + \frac{0,33}{(1+0,09)^2} + \frac{0,42}{(1+0,09)^3} + \frac{0,54}{(1+0,09)^4} + \frac{0,61}{(1+0,09)^5} + \dots + \frac{1,11}{(1+0,09)^{10}} + \frac{1,11(1+0,017)}{(0,09-0,017)} \times \frac{1}{(1+0,09)^{10}}$$

$$P_0 = 10,6$$

Kassavirtamalli toteutetaan laskemalla koko liiketoiminnan arvo (taulukko 4). Liikevaihdon arvioinnissa käytetään samoja ennusteita kuin osinkomallissa. Liikevoittomarginaaliennusteena käytetään 4 % koko ennusteperiodilla, mikä vastaa

raportoitua vuosien 2014–2019 keskiarvoa. Operatiiviset verot lasketaan liikevoitosta käyttämällä vuoden 2019 tilinpäätöksestä laskettua efektiivistä veroastetta 21,7 %. Poistoissa ja bruttoinvestoinneissa on tapahtunut merkittävä kirjanpidollinen kasvu IFRS 16 -standardin tullessa voimaan vuonna 2019. IFRS 16 -standardin vuoksi poistojen ja bruttoinvestointien arvioinnissa olen hyödynttänyt Inderes Oy:n analyytikko Petri Kajaanin ennusteita, jotta standardin vaikutus otettaisiin mahdollisimman luotettavasti huomioon. Nettokäyttöpääoman ennustetaan olevan 10 % liikevaihdosta vuonna 2020 ja vuosina 2021–2024 nettokäyttöpääoma kasvaa yhden prosenttiyksikön vuodessa, kun kansainvälinen kasvu kiihtyy. Vuosina 2025–2029 nettokäyttöpääomaprocentin ennustetaan tasaantuvan 15 %:n tasolle.

Tulosennusteet	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e–
Liikevoitto	30,1	34,9	41,2	47,8	54,4	60,9	66,8	72,1	76,2	79,1	
Osuus osakkuusyhtiöistä	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiiviset verot	-6,5	-7,6	-8,9	-10,4	-11,8	-13,2	-14,5	-15,6	-16,5	-17,2	
Operatiivinen kassavirta	23,6	27,3	32,3	37,4	42,6	47,7	52,3	56,4	59,7	61,9	
Poistot	9,4	9,0	9,3	9,7	10,2	10,1	9,9	9,9	9,8	9,7	
Bruttokassavirta	33,0	36,3	41,6	47,1	52,8	57,8	62,2	66,3	69,5	71,6	
Käyttöpääoman muutos	-20,1	-20,7	-27,6	-31,6	-35,2	-37,8	-22,4	-19,6	-15,6	-10,7	
Bruttoinvestoinnit	-11,0	-13,2	-11,8	-12,9	-9,7	-8,7	-10,1	-9,5	-8,7	-10,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,9	2,4	2,2	2,6	7,9	11,2	29,7	37,3	45,2	50,8	
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,9	2,4	2,2	2,6	7,9	11,2	29,7	37,3	45,2	50,8	1121,8

Taulukko 4. Kassavirtamallin ennusteet.

Ennusteperiodin 2020–2029 mukaisen vapaan kassavirran laskemisen jälkeen määritetään Gordonin kasvumallin avulla vapaan kassavirran ikuisuuskasvu. Vapaan kassavirran arvioidaan kasvavan ennusteperiodin jälkeen inflaation mukaisesti 1,7 % vuodessa. Koko liiketoiminnalle laskettu vapaa kassavirta kuuluu sekä oman pääoman että vieraan pääoman sijoittajille, minkä vuoksi vapaa kassavirta diskontataan koko pääoman tuottovaatimuksella 6,3 %.

$$P_0 = \frac{1,9}{(1+0,063)} + \frac{2,4}{(1+0,063)^2} + \frac{2,2}{(1+0,063)^3} + \frac{2,6}{(1+0,063)^4} + \dots + \frac{50,8}{(1+0,063)^{10}} + \frac{50,8(1+0,017)}{(0,063-0,017)} \times \frac{1}{(1+0,063)^{10}}$$

$$P_0 = 725,7$$

Koko liiketoiminnan nykyarvoksi arvoksi saadaan 725,7 miljoonaa euroa. Osakesijoittajille kuuluvan oman pääoman arvo saadaan siten, että koko liiketoiminnan arvosta vähennetään korolliset velat ja lisätään rahavarat, jotka saadaan vuoden 2019 tilinpäätöksestä. Oman pääoman arvo jaetaan osakkeiden lukumäärällä, jolloin saadaan osakkeen kassavirtaperusteinen arvo.

$$P_0 = \frac{(725\,675\,228 - 66\,100\,000 + 27\,600\,000)}{40\,017\,420}$$

$$P_0 = 17,2$$

Lisäarvomallissa ennustetaan yrityksen tuottama lisäarvo eli oman pääoman tuottovaatimuksen ylittävät tuotot. Positiivinen lisäarvo merkitsee omistaja-arvon kasvua ja negatiivinen puolestaan omistaja-arvon tuhoutumista. Lisäarvomallin ennusteet on havainnollistettu taulukossa 5.

Tulosennusteet	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e–
Nettotulos	19,0	22,6	26,2	30,9	35,8	40,8	45,6	50,1	54,0	57,2	59,3	
Osingon jako	6,4	11,3	13,1	17,0	21,5	24,5	27,4	37,6	40,5	42,9	44,5	
Oma pääoma osingon jälkeen	81,7	93,0	106,1	120,0	134,3	150,6	168,9	181,4	194,9	209,2	224,1	
Vaadittu tulos		8,4	9,5	10,8	12,1	13,6	15,2	16,3	17,5	18,8	20,2	
Osinkosuhte		50 %	50 %	55 %	60 %	60 %	60 %	75 %	75 %	75 %	75 %	
Lisäarvo omalle pääomalle		14,2	16,6	20,1	23,7	27,2	30,4	33,8	36,5	38,3	39,1	545,2

Taulukko 5. Lisäarvomallin ennusteet.

Ennusteperiodin nettotulos ja osinkosuhte arvioidaan samoilla oletuksilla kuin osinkomallissa ja vaadittu tulos laskettiin oman pääoman määrän ja oman pääoman tuottovaatimuksen erotuksena. Omalle pääomalle tuotettu lisäarvo diskontataan oman pääoman tuottovaatimuksella 9,0 %. Ennusteperiodin jälkeinen kasvu oletetaan samaksi kuin osinko- ja kassavirtamallissa.

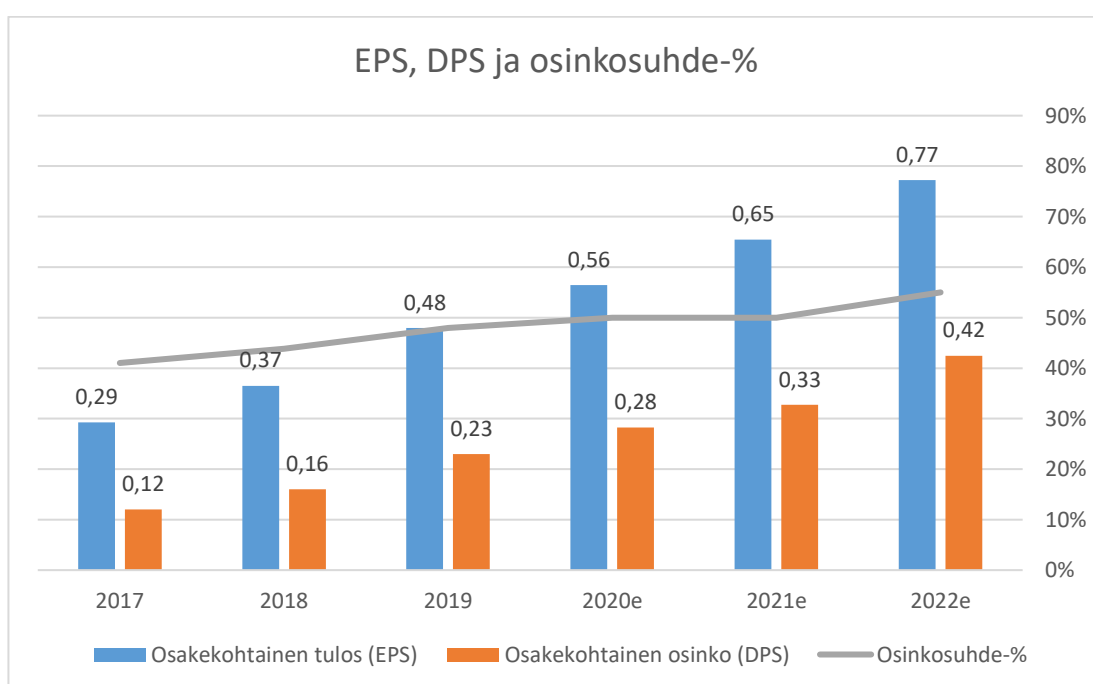
$$P_0 = 81,7 + \frac{14,2}{(1+0,09)} + \frac{16,6}{(1+0,09)^2} + \frac{20,1}{(1+0,09)^3} + \frac{23,7}{(1+0,09)^4} + \dots + \frac{39,1}{(1+0,09)^{10}} + \frac{39,1(1+0,017)}{(0,09-0,017)} \times \frac{1}{(1+0,09)^{10}}$$

$$P_0 = 12,0$$

5.5.4 Arvostuskertoimet

Historiallisia arvostuskertoimia lasketaan ajanjaksolta 2017–2019, jolloin yhtiön osake on ollut kaupankäynnin kohteena Helsingin pörssissä. Kamuxilla ei ole samalla liiketoimintamallilla toimivia suoria pörssilistattuja kilpailijoita, joten vuosien 2017–2019 vertailussa hyödynnetään pörssilistattuja eurooppalaisia autojen vähittäiskaupan toimialalla toimivia yhtiöitä. Verrokkiyhtiöiden datan tietolähde on Damodaranin (2020) tietokanta. Vuosille 2020e-2022e arvostuskertoimet lasketaan laadittujen ennusteiden pohjalta ja pörssikurssina käytetään vuoden 2020 päätöskurssia 13,60 euroa. Arvostuskertoimia verrataan Inderes Oy:n seuraamien yhtiöiden mediaaniarvostukseen Helsingin pörssissä. Inderesin seurannassa on yli 100 Helsingin pörssin yhtiötä eri toimialoilta, mikä luo kattavan kuvan pörssin arvostuksesta.

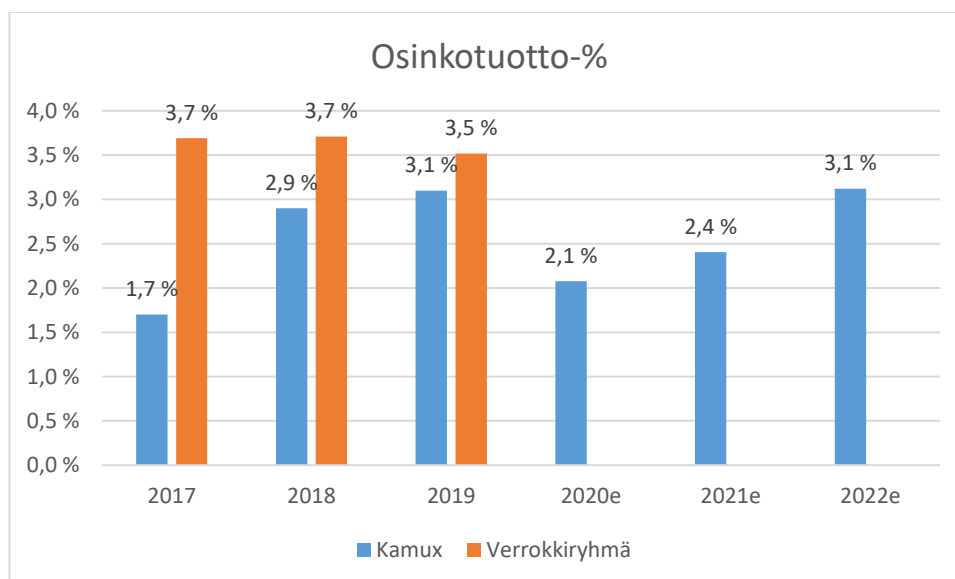
Osakekohtainen tulos sekä osakekohtainen osinko ovat kasvaneet voimakkaasti vuosina 2017–2019 (kuvio 16). Osakekohtainen tulos on kasvanut 0,29 eurosta 0,48 euroon eli keskimäärin 28,7 % vuodessa. Vastaavasti osakekohtainen osinko on kasvanut 0,12 eurosta 0,23 euroon eli keskimäärin 38,4 % vuodessa.



Kuvio 16. Osakekohtainen tulos, osinko ja osinkosuhte-% 2017–2022e.

Osinko on kasvanut tulosta nopeammin, mikä on johtanut osinkosuhteen kasvuun. Tuloskasvua nopeampi osingonkasvu ei ole pitkällä aikavälillä kestävä, mutta yhtiön pörssihistoria on lyhyt, joten pitkälle ulottuvia johtopäätöksiä ei voida tehdä. Ennusteiden mukaisesti 2020e–2022e EPS ja DPS jatkavat kohtuullisen voimakasta kasvuaan. Osakekohtainen tulos kasvaa 2020e–2022e keskimäärin 17 % vuodessa ja osakekohtainen osinko kasvaa keskimäärin 22 % vuodessa.

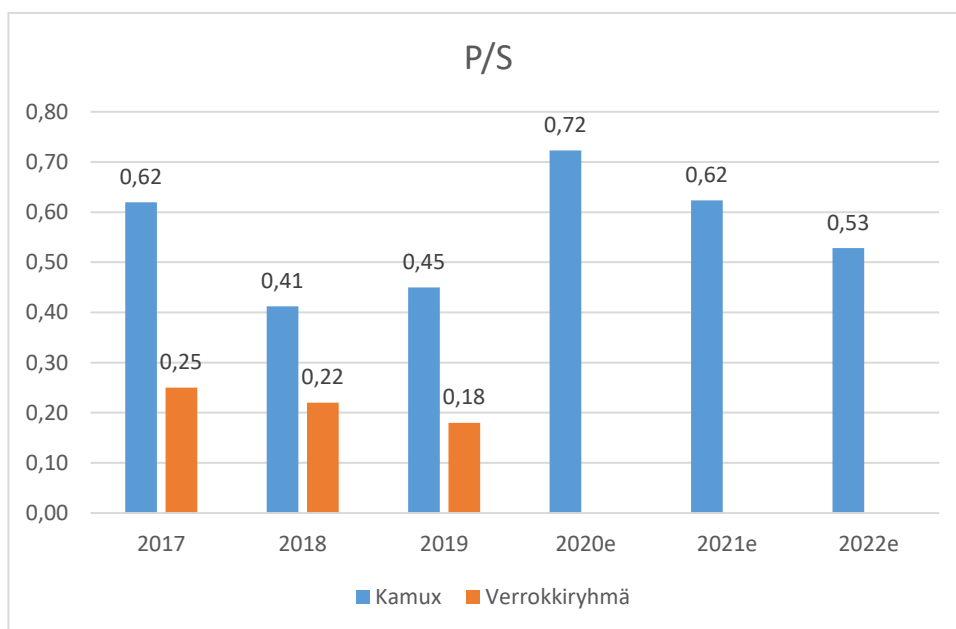
Efektiiivinen osinkotuotto on ollut vuosina 2017–2019 toimialaa alhaisempi. Osinkotuotto on kasvanut 1,7 prosentista 3,1 prosenttiin, kun toimialan osinkotuotto on ollut keskimäärin 3,6 %. Korkea oman pääoman tuotto yhdistettynä hyviin kasvunäkymiin puoltavat pääomien investoimista liiketoimintaan ja toimialaa matalampaa efektiivistä osinkotuottoa. Pieni osinko yhdistettynä hyviin kasvunäkymiin voi kuitenkin toimia signaalina sijoittajille, että yhtiön johto ja hallitus näkevät liiketoiminnan näkymät positiivisina. Ennusteissa osinkotuotto-% laskee vuonna 2020 pörssikurssin nousun vuoksi ja kasvaa maltillisesti seuraavina vuosina, saavuttaen 3,1 % tason vuonna 2022. Osinkotuottoa vuosina 2017–2022e on havainnollistettu kuviossa 17.



Kuvio 17. Osinkotuotto-% 2017–2022e.

Kamuxin oman pääoman tuotto on korkea, ja se ylittää CAP-mallilla määritellyn 9,0 prosentin oman pääoman kustannuksen reilulla marginaalilla. Osakesijoittajan ja omistaja-arvon maksimoimisen näkökulmasta kannattavampaa olisikin, jos yhtiö ei jakaisi osinkoja vaan investoisi vapaan kassavirran täysimääräisesti takaisin liiketoimintaan ja yrityksen arvon kasvattamiseen. Täytyy kuitenkin muistaa, että yhtiön suurimpiin omistajiin lukeutuu institutionaalisia sijoittajia, jotka arvostavat käteisosinkoja, joten osinkoa todennäköisesti tullaan jakamaan tavoitteiden mukaisesti vähintään 30 % tuloksesta.

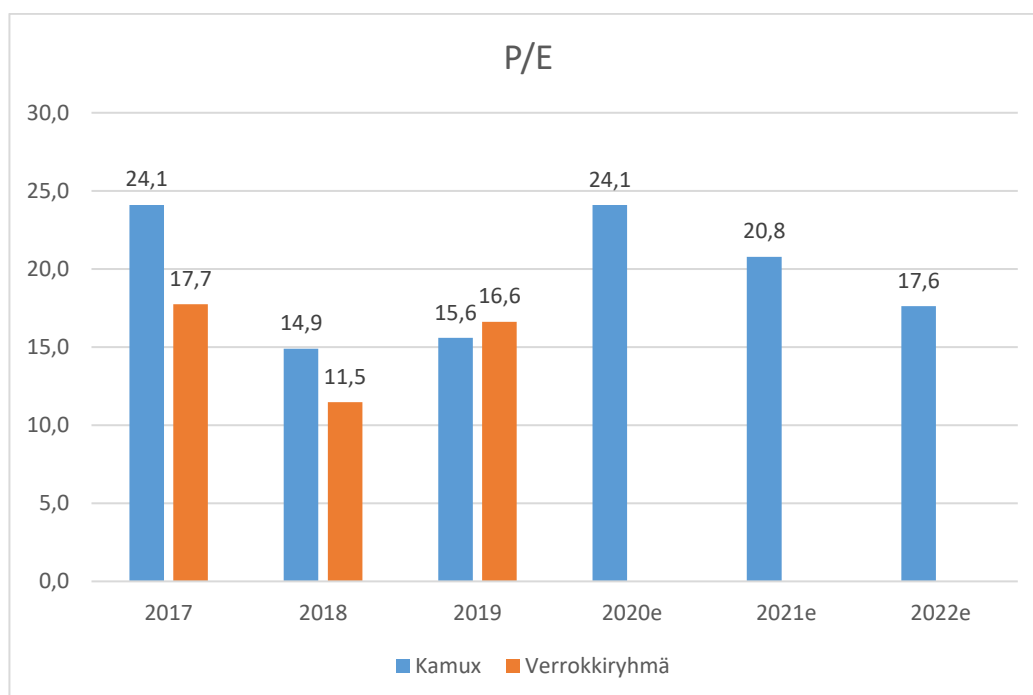
Toimialan liikevaihtopohjainen arvostus on laskenut vuosina 2017–2019 hieman 0,25x tasolta 0,18x tasolle. Kamuxin arvostus on laskenut tasolle 0,45x, mutta arvostus on yli kaksinkertainen toimialaan verrattuna. Liikevaihtopohjainen arvostus 2017–2022e on esitetty kuviossa 18.



Kuvio 18. P/S-luku 2017–2022e.

Vuonna 2020e P/S kasvaa historiallista tasoa korkeammalle, mutta laskee seuraavina vuosina ennustetun liikevaihdon kasvun myötä. Toimialaa korkeampi arvostus merkitsee, että sijoittajat näkevät yhtiön tulevaisuuden positiivisena ja odottavat yhtiöltä toimialaa korkeampaa kannattavuutta ja nopeampaa kasvua.

Tulospohjaista arvostusta on havainnollistettu kuviossa 19. Arvostus oli korkea yhtiön listautuessa vuonna 2017, jonka jälkeen arvostus on laskenut 15,6x tasolle, ja vuoden 2019 tulospohjainen arvostus on linjassa verrokkeihin nähden. Historiallinen liiketoiminnan suorituskyky ja hyvät tulospohjaiset näkymät puoltaisivat korkeampaa tulospohjaista arvostusta toimialaan nähden ja 2020e P/E onkin noussut vuoden 2017 tasolle. Fundamentit ovat kehittyneet viimeisten vuosien aikana positiiviseen suuntaan, minkä vuoksi nykyinen korkea tulospohjainen arvostustaso on perusteltu.

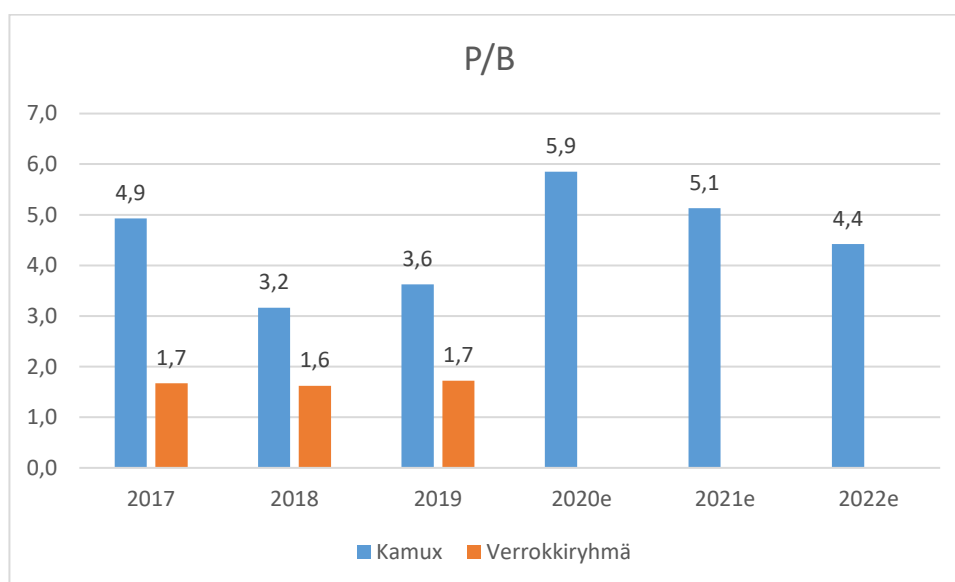


Kuvio 19. P/E-luku 2017–2022e.

Inderesin seuraamien yhtiöiden mediaani P/E vuosille 2021e–2022e on 18,0x ja 15,9x. Huomioon ottaen Kamuxin tulospohjaiset näkymät, pidän korkeampaa arvostusta pörssiin nähden perusteltuna. P/E-luku myös laskee lähivuosina tulospohjaisen myötä nopeasti.

Kamuxin PEG-luvut olivat vuosina 2018 ja 2019 0,6x ja 0,5x ja toimialalla 0,9x ja 1,77x. Tunnusluku on ollut alle yhden eli osake on ollut viime vuosina aliarvostettu. Seuraavien vuosien tulospohjaisella laskettu PEG-luku on 1,4x, jolloin osake on tunnusluvun perusteella hieman yliarvostettu.

Tasepohjaista arvostusta mittaava P/B-luku on ollut historiallisesti merkittävästi korkeampi kuin toimialalla (kuvio 20). Toimialalla P/B-luku on ollut keskimäärin 1,7x ja Kamuxin P/B on laskenut 3,6x tasolle vuonna 2019. Oman pääoman tuoton keskiarvo vuosina 2017–2019 on ollut keskimäärin 25 %, kun toimialalla oman pääoman tuotto on ollut 11,1 %. Toimialaa merkittävästi korkeampi oman pääoman tuotto yhdistettynä vahvaan taseeseen oikeuttaa korkeamman tasepohjaisen arvostuksen.

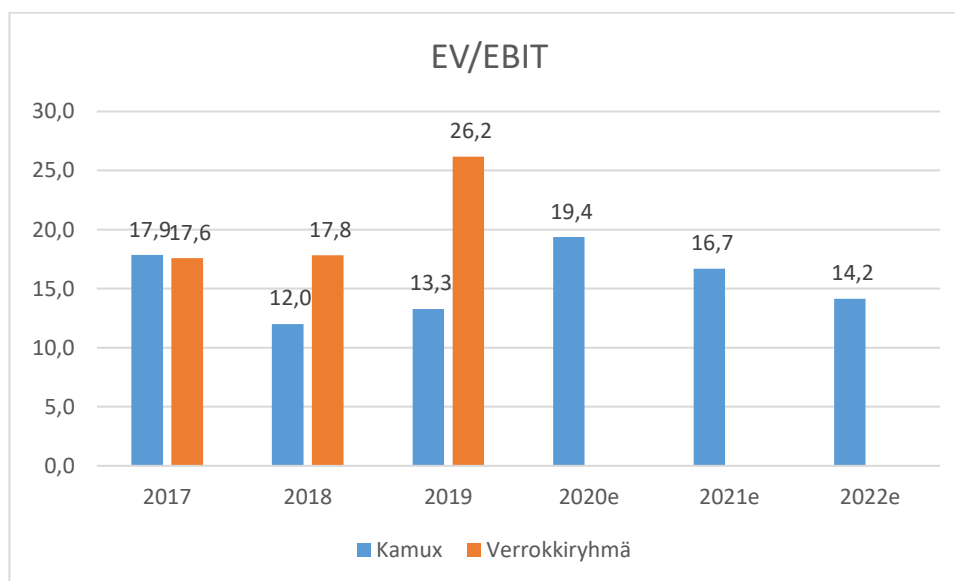


Kuvio 20. P/B-luku 2017–2022e.

Helsingin pörssin tasepohjaisen arvostuksen mediaani vuosille 2021e–2022e on 2,3x ja 2,2x ja oman pääoman tuotto-% puolestaan 12,7 % ja 14,1 %. Kamuxin tasepohjainen arvostus on noin kaksinkertainen verrattuna pörssin mediaaniin ja ottaen huomioon, että oman pääoman tuotto-% on myös noin kaksinkertainen, pidän arvostusta perusteltuna.

EV/EBIT lasketaan lisäämällä markkina-arvoon nettovelat, ja jakamalla se liikevoitolla, eli luku ottaa markkina-arvopohjaisista tunnusluvuista poiketen myös rahoitusrakenteen huomioon. Vuonna 2017 arvostus oli linjassa toimialaan nähden, mutta vuosina 2018 ja 2019 arvostus on ollut toimialaa matalampi. Vuonna 2020 arvostus on kasvanut osakekurssin nousun myötä edellisvuosien arvostusta korkeammaksi, mutta pidän sitä perusteltuna liiketoiminnan fundamenttien

kehittyessä positiiviseen suuntaan. EV/EBIT-luvun kehitystä on havainnollistettu kuviossa 21.



Kuvio 21. EV/EBIT-luku 2017–2022e.

Inderesin seuraamien yhtiöiden mediaani EV/EBIT vuosille 2021e–2022e on 15,4x ja 13,6x. Pörssin mediaanikertoimet ovat ennusteillani laskettuja kertoimia matalammat, mutta kuten todettu, mielestäni hyvät tuloskasvunäkymät puoltavat Helsingin pörssin mediaania korkeampaa arvostusta.

5.5.5 Herkkyysanalyysi

Arvonmääritysmenetelmissä osakkeen arvoon vaikuttavat useat muuttujat. Näiden muuttujien vaikutusta voidaan arvioida tekemällä arvonmäärityksen tueksi herkkyysanalyysi. Kostamon (2020) mukaan analysoitavina muuttujina voidaan käyttää esimerkiksi liikevoittoa, tuottovaatimusta tai pitkän aikavälin kasvua. Tässä tutkimuksessa herkkyysanalyysi tehdään sekä kassavirtamallille että lisäarvomallille. Herkkyysanalyysi toteutetaan siten, että kahta muuttujaa analysoidaan samanaikaisesti ja tutkimuksessa käytetyt oletukset muuttujista sekä arvonmääritysmenetelmällä laskettu osakkeen arvo asettuvat taulukon keskikohtaan.

Kassavirtamallin herkkyyshanalyysi toteutettiin tarkastelemalla yhtäaikaisesti liikevoittoprosentin ja koko pääoman tuottovaatimuksessa (WACC) tapahtuvien muutosten vaikutusta osakkeen käypään arvoon. Muutokset kassavirtamallissa vaikuttavat yrityksen arvoon merkittävästi, mikä voidaan todentaa taulukosta 6.

		Liikevoitto-%				
		2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %
WACC	4,3 %	10,9	22,9	34,9	46,9	58,9
	5,3 %	6,5	15,0	23,5	32,0	40,5
	6,3 %	4,1	10,6	17,2	23,7	30,2
	7,3 %	2,6	7,9	13,1	18,4	23,6
	8,3 %	1,6	6,0	10,4	14,7	19,1

Taulukko 6. Kassavirtamallin herkkyyshanalyysi.

Herkkyyshanalyysissä osakkeen arvo vaihtelee 1,6 euron ja 58,9 euron välillä. Ennustetun kannattavuuden laskiessa ja tuottovaatimuksen noustessa osakkeen arvo laskee voimakkaasti ja vastaavasti ennustetun kannattavuuden noustessa ja tuottovaatimuksen laskiessa osakkeen arvo nousee voimakkaasti. Kamuxin suhteellinen kannattavuus on verrattain matala, minkä vuoksi liikevoittomarginaalissa tapahtuvat muutokset vaikuttavat osakkeen arvoon merkittävästi. Ennustetussa liikevoittomarginaalissa yhden prosenttiyksikön lasku laskisi osakkeen arvoa 38 prosenttia 17,2 eurosta 10,6 euroon. Ennusteissa ei odotettu kannattavuuden skaalautumista, vaan käytettiin 4 % liikevoittomarginaalia, jotta ennusteeseen saatiin turvamarginaalia. Konservatiivisuus on perusteltua herkkyyshanalyysin perusteella, sillä osakkeen arvo olisi merkittävästi matalampi suhteellisen kannattavuuden laskiessa.

WACC eli koko pääoman tuottovaatimus laskettiin oman ja vieraan pääomien määristä. Tuottovaatimus koostuu useasta eri osatekijästä, jotka arvonmäärittäjän tulee itse arvioida, mikä aiheuttaa epävarmuutta. Liikevoittomarginaalin tavan myös tuottovaatimuksen muutos vaikuttaa merkittävästi osakkeen arvoon. Yrityksen riskitasossa voi tapahtua muutoksia lyhyelläkin aikavälillä joko sisäisistä tai ulkoisista tekijöistä johtuen. Tuottovaatimuksen nousu heijastelisi yhtiön riskitason nousua, minkä vuoksi kassavirtoihin liittyvä epävarmuus kasvaisi ja sijoittajat vaatisivat korkeampaa tuottoa kompensoidakseen kasvanutta riskiä.

Lisäarvomallin herkkyyksianalyysi toteutettiin tarkastelemalla nettotulosprosentissa ja oman pääoman tuottovaatimuksessa tapahtuvien muutosten vaikutusta osakkeen arvoon (taulukko 7). Lisäarvomallissa tuottovaatimuksena käytettiin oman pääoman tuottovaatimusta, sillä mallissa laskettiin omalle pääomalle tuotettu lisäarvo.

		Nettotulos-%				
		1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %
Oman pääoman tuottovaatimus	7,0 %	5,7	11,8	17,8	23,9	29,9
	8,0 %	4,6	9,5	14,4	19,3	24,2
	9,0 %	3,8	7,9	12,0	16,0	20,1
	10,0 %	3,3	6,7	10,1	13,5	17,0
	11,0 %	2,8	5,7	8,7	11,6	14,6

Taulukko 7. Lisäarvomallin herkkyyksianalyysi.

Kassavirtamallin tavoin myös lisäarvomallin muuttujissa tapahtuvat muutokset vaikuttavat arvoon merkittävästi. Herkkyyksianalyysissä osakkeen arvo vaihtelee 2,8 euron ja 29,9 euron välillä eli lisäarvomalli on kassavirtamallin tavoin herkkä muutoksille. Lisäarvomallissa tarvittiin huomattavasti vähemmän ennustamista kassavirtamalliin verrattuna, jolloin lisäarvomallin tulosta voidaan pitää mielestäni luotettavampana.

Yhden prosenttiyksikön muutos suuntaan tai toiseen vaikuttaa osakkeen arvoon useamman euron verran. Nettotulosprosentissa yhden prosenttiyksikön lasku laskisi osakkeen käypää arvoa 34 prosenttia 12,0 eurosta 7,9 euroon. Riskiprofiilin kasvaessa oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus kasvaa ja osakkeen arvo laskee, ja vastaavasti riskiprofiilin ja tuottovaatimuksen laskiessa osakkeen arvo nousee.

6 Johtopäätökset

Sanat ”käytettyjen autojen kauppias” eivät todennäköisesti ensikuulemalta herätä sijoittajassa suurta mielenkiintoa. Vuonna 2003 perustetusta käytettyjen autojen kauppiasta on kasvanut Kalliokosken johdolla kansainvälistyvä pörssi-yhtiö, joka tähtää Euroopan suurimmaksi käytettyjen autojen markkinassa. Konepellin alle syventyessä huomataan, että kyseessä on potentiaalinen sijoituskohde, joka toimii suurella ja fragmentoituneella markkinalla sekä omaa tunnistettavissa olevat kilpailuedut.

Liiketoiminnan kulmakivet eli käytettyjen autojen ammattimainen hankinta ja myynti, alhaiset kiinteät kulut, nopea varastonkierto ja integroitujen palvelujen myynti mahdollistavat yhtiön kannattavan kasvun strategian toteuttamisen. Ammattimainen autojen hankinta ja myynti mahdollistaa kuluttajien kysyntää vastaavan laajan valikoiman ja alhaiset kiinteät kulut tarjoavat kilpailuetua raskaamalla kulurakenteella toimivia kilpailijoita vastaan sekä tukevat edullista hinnoittelua ja matalalla bruttokatteella toimimista. Suhteellinen kulurakenne on pysynyt stabiilina liiketoiminnan kasvusta huolimatta, mikä kertoo onnistuneesta kulukontrollista ja operatiivisesta tehokkuudesta yhtiössä.

Myytävät autot hinnoitellaan markkinoiden edullisimpien yksilöiden joukkoon, jolloin nykypäivän hintatietoiset kuluttajat löytävät Kamuxin valikoiman ensimmäisenä alustoilta, kuten Nettiauto.com ja Autotalli.com. Alhaiset hinnat tuovat positiivista näkyvyyttä kuluttajien silmissä ja kasvattavat kävijämääriä myymälöissä sekä digitaalisissa kanavissa. Helppoutta ja vaivattomuutta arvostavat asiakkaat saavat kaikki tarvitsemansa integroidut palvelut saman katon alta, joiden kasvava myynti heijastuu positiivisesti konsernin kannattavuuteen.

Digitaalisuuden tuominen autokaupan ytimeen ja oma CRM/ERP-järjestelmä on ollut johdolta keskeinen omistaja-arvoa kasvattava investointi. Autotoimiala digitalisoituu vauhdilla ja kehitetyt IT-järjestelmät mahdollistavat nopean varastonkierron ja korkean pääoman tuoton. IT-järjestelmät tuottavat myös ajantasaista

informaatiota liiketoiminnasta, jolloin johto voi reagoida toimintaympäristössä tapahtuviin muutoksiin. Näen, että liiketoimintamallin kulmakivet (kuvio 22) täydentävät ja tukevat toinen toistaan sekä mahdollistavat strategian toteuttamisen ja kannattavan kasvun tuoman omistaja-arvon kasvun pitkällä aikavälillä.

100 miljardin euron fragmentoitunut markkina			
Käytettyjen autojen ammattimainen hankinta ja myynti	Alhaiset kiinteät kulut	Nopea varastonkierto	Integroidut palvelut

Kuvio 22. Omistaja-arvon kasvun mahdollistavat tekijät.

Liiketoimintamallin kilpailuetujen yhdistyminen vakaaseen ja fragmentoituneeseen 100 miljardin euron kokonaismarkkinaan luo mielenkiintoisen yhtälön. Autojen kysyntää ylläpitävät ja kasvattavat pitkät välimatkat ja työssäkäyntietäisyydet sekä ihmisten luontainen tarve liikkua. Kaikissa nykyisissä toimintamaissa autojen lukumäärä tuhatta ihmistä kohden on kasvanut vuosina 2008–2016. Sijoittajan näkökulmasta erityisen kiinnostava on 89,7 miljardin euron Saksan markkina, jossa Kamuxilla on 0,06 %:n markkinaosuus. Saksassa ei ole samalla toimintamallilla toimivaa kilpailijaa, mikä mahdollistaa aggressiivisen kasvun ja markkinaosuuksien voittamisen kilpailijoilta. Saksan maantieteellinen sijainti voi myös tulevaisuudessa toimia hyvänä lähtöpisteenä muihin maihin laajentumiselle. Kamux on historiassa laajentunut vain orgaanisesti, mutta tulevaisuudessa yhtiö voisi kiihdyttää kasvua laajentamalla myös epäorgaanisesti. Liiketoimintamallin kilpailuedut ja suuri kokonaismarkkina mahdollistavat voimakkaan kasvun korkealla pääoman tuotolla, eikä markkinan koko hidasta kasvua lähitulevaisuu-

dessa. Hyvät kasvunäkymät ja vakaa käytettyjen autojen markkina suhteessa uusien autojen markkinaan tuo sijoittajalle myös ennustettavuutta ja madaltaa tulevaisuuden kassavirtoihin liittyvää epävarmuutta.

Ilmastonmuutos vaikuttaa autotoimialaan merkittävästi, mutta vaikutus on voimakkaampi uusien autojen markkinassa, mikä on käytettyjen autojen markkinaa herkempi markkinamuutoksille. Markkinan vakautta alleviivasi koronakriisi, josta käytettyjen autojen markkina palautui nopeasti. Uusien autojen kauppiat ovat tulevaisuudessa riippuvaisia päämiestensä investointikyvystä kehittää kuluttajakysyntää vastaavia autoja. Kamux puolestaan voi hyödyntää IT-järjestelmiensä tarjoamaa markkinadataa ja valikoida valmistajien suosituimmat mallit ja myydä vain autoja, joilla tiedetään olevan kysyntää. Kamux tuo suhteellisesti merkittävän määrän vaihtoehtoisilla käyttövoimilla olevia autoja Suomeen, jolloin yhtiö saa niistä varhaista kokemusta ja valmiutta skaalata niiden myyntiä, kunhan kuluttajien kulutustottumukset muuttuvat ja vaihtoehtoisilla käyttövoimilla olevien autojen myynti lähtee entistä voimakkaampaan kasvuun.

Jakamistalouden trendi on mielenkiintoinen yhtiön näkökulmasta, ja se tuo sekä uhkia että mahdollisuuksia liiketoiminnalle. Trendin myötä yhtiö voi innovoida uusia palveluita, jotka tuovat uutta liiketoimintaa ja parantavat asiakaskokemusta. Mielenkiintoista on myös huomata, että jakamistalouden yhtiöiden, kuten Uberin ja Lyftin, tulo markkinoille on kasvattanut liikennettä yhdysvaltalaisissa kaupungeissa, sen sijaan, että sillä olisi liikennettä vähentävä vaikutus. Suurin osa ihmisistä valitsisi kävelyn tai pyöräilyä, jos jakamistalouden palveluita ei olisi, mikä osoittaa, että ihmiset arvostavat helppoutta ja vaivattomuutta. Kasvava liikenteen määrä lisää autoilla ajettavia kilometrejä ja sitä kautta kasvattaa osaltaan autojen kysyntää.

Kamuxin liiketoimintamallissa on tunnistettavat kilpailuedut, mutta kilpailuetujen yhteydessä tulee myös tarkastella niiden kestävyyttä. Käytettyjen autojen markkinassa ei ole vahvoja alalle tulon esteitä, kuten patenteja, mikä mahdollistaa vapaan kilpailun ja kilpailijoiden suuren määrän markkinassa. Vuonna 2015 perustetun Suomen Autokaupan kasvu 260 miljoonaa euroa liikevaihtoa tekeväksi

toimijaksi todistaa, että Kamuxin liiketoimintamalli ei ole ainutlaatuinen, ja kilpailijat voivat soveltaa sitä menestyksekkäästi. Voidaankin olettaa, että kilpailu kiristyy ja samankaltaisia tehokkaita toimijoita tulee lisääntyvässä määrin myös muihin toimintamaihin. Merkittävänä uhkana voidaan pitää myös digitalisaation mahdollistamia uusia liiketoimintamalleja, kuten alustatalouden toimijoita, jotka tulevat disrumpoimaan autoalaa tehokkailla toimintamalleilla ja skaalautuvilla kulurakenteilla. Matalalla kulurakenteella toimivien yhtiöiden olisi mahdollista hinnoitella autot matalalla bruttokatteella, mikä aiheuttaisi Kamuxille painetta kannattavuuteen. Sijoittajan tuleekin luottaa yhtiön johtoon, jotta he reagoivat toimintaympäristössä tapahtuviin muutoksiin ja digitalisaation mahdollistamiin uusiin toimintamalleihin ja investointikohteisiin.

Digitalisaation vaatimat investoinnit ja volyymin tuomat skaalaedut ovat pienten toimijoiden saavuttamattomissa, mikä parantaa suurten toimijoiden kilpailuasemaa. Liiketoiminnan kokoluokan tuomat hyödyt ovat toimialalla merkittävät, minkä vuoksi uskon epäorgaanisen kasvun lisääntyvän ja kiihdyttävän toimialan konsolidaatiota. Suuret merkkiliikkeet kykenevät investoimaan digitalisaatioon ja saavuttamaan skaalaetuja, mutta toisaalta niillä on useita toimintasegmenttejä, mikä heikentää operatiivista tehokkuutta. Lisäksi merkkiliikkeiden kulurakenteita rasittavat päämiesten ja maahantuojien asettamat vaatimukset, jotka voivat aiheuttaa haasteita myytävien autojen hinnoitteluun ja volyymin kasvattamiseen.

Kilpailuetujen myötä yhtiön historiallinen kannattavuus on ollut toimialaa korkeampi ja näen, että suhteellinen kannattavuus tulee tulevaisuudessa pysymään stabiilina. Kannattavuudessa voi olla nousupainetta skaalaetujen myötä, etenkin Ruotsissa ja Saksassa, jossa integroitujen palveluiden myynnin penetraation kasvattaminen Suomen tasolle ja paremmat sopimusehdot kumppaneiden kanssa kasvattaisivat konsernin kannattavuutta. Pääoman tuotto on ollut erinomaisella tasolla ja historiallisesti johto on pystynyt allokoimaan pääomat erittäin tuottavasti ja omistaja-arvoa kasvattaen. Verrattaessa yli 20 prosentin oman pääoman tuottoa oman pääoman kustannukseen, jonka määriteltiin olevan 9,0 %, voidaan todeta, että Kamux luo merkittävää omistaja-arvoa osakkeenomistajilleen. Hyvä kannattavuus yhdistettynä vahvaan taseeseen luo pitkäjänteiselle sijoittajalle turvaa kilpailun kiristyessä ja epävarmoina

taloudellisina aikoina, kuten koronakriisissä. IFRS 16 vuokraveloista oikaistuna tase on nettovelaton ja omavaraisuusaste on hyvällä tasolla yli 60 prosentissa.

Toteutetun tutkimuksen perusteella yhtiössä on potentiaalia pitkän aikavälin compounder-yhtiöksi. Suuri markkina sekä korkea pääoman tuotto yhdistettynä johdon kykyyn uudelleensijoittaa pääomat tuottavasti ja omistaja-arvoa luoden takaisin liiketoimintaan on houkutteleva yhdistelmä pitkäjänteisen osakesijoittajan näkökulmasta. Negatiivinen puoli compounder-yhtiöissä on usein korkea arvostus, mikäli sijoittajat ovat huomanneet yhtiön kyvyn tuottaa omistaja-arvoa yli ajan. Kamuxin historialliset arvostuskertoimet ovat olleet pääsääntöisesti toimialaa korkeammat, ja myös ennusteilla lasketut arvostuskertoimet ovat Helsingin pörssin mediaania korkeammat. Arvostuskertoimet eivät kuitenkaan ole fundamenttien perustella kestävämmällä tasolla ja pidän korkeampaa arvostusta perusteltuna analyysissä tunnistettujen kilpailuetujen ja fragmentoituneen markkinan mahdollistaman kasvun vuoksi. Tulokasvu laskee arvostuskertoimia compounder-yhtiölle tyypillisesti ja katsoessa muutaman vuoden päähän arvostuskertoimia voidaan pitää jo edullisina.

Arvonmääritysmalleilla osakkeen arvoksi laskettiin osinkomallilla 10,6 euroa, kassavirtamallilla 17,2 euroa ja lisäarvomallilla 12,0 euroa. Kassavirtamallilla laskettu arvo on menetelmistä korkein, ja malli vaatii huomattavasti enemmän ennustamista, minkä vuoksi ennusteissa tapahtuvat virheet ovat yleisempiä. Liiketoimintaan sitoutuvaan käyttöpääoman määrään liittyy epävarmuutta ja suhteellisen käyttöpääomaprocentin ennustetta suuremmalla kasvulla olisi yhtiön kassavirtaperusteista arvoa laskeva vaikutus. Osinko- ja lisäarvomallin tulokset ovat lähellä toisiaan. Lisäarvomallissa yrityksen arvoon laskettiin lisävoittojen lisäksi oman pääoman tasearvo, jolloin malli ei ole niin herkkä ennustevirheille, joten mallin tulosta voidaan pitää luotettavimpana.

Herkkyysanalyysissä todettiin käytettävissä muuttujissa tapahtuvien muutosten vaikuttavan arvonmääritysmallien antamiin tuloksiin merkittävästi. Etenkin kannattavuuden arvioinnissa on perustelua olla konservatiivinen. Kamuxin suhteellinen kannattavuus on matala, jolloin pienetkin muutokset kannattavuudessa vaikuttavat osakkeen arvoon kymmeniä prosentteja. Kostamon (2020) mukaan

käyvän arvon määrittämisessä eri arvonmäärittämenetelmillä saatu arvo saattaa muodostua erisuuruisiksi, jolloin tuloksia voidaan tasapainottaa painokertoimilla. Osakkeen käyvän arvon määrittämiseksi olen painottanut jokaisen arvonmäärittämenetelmän tulosta painokertoimella 0,33, jolloin osakkeen käyväksi arvoksi muodostuu 13,20 euroa. Vuoden 2020 lopussa osakkeen hinta pörssissä oli 13,60 euroa eli osake on arvostettu käypään arvoon.

Markkina on hinnoitellut osakkeen käypään arvoon ja arvostus on Helsingin pörssin mediaania korkeampi, mitä pidän hyväksyttävänä fundamenttien perusteella. En näe arvostuskertoimissa merkittävää lyhyen aikavälin nousuvaraa, minkä vuoksi osakkeen tuotto-odotus nojaa tulokasvuun. Compounder-yhtiöille ominaisesti omistaja-arvoa luova tulokasvu kasvattaa yhtiön arvoa jatkuvasti sekä laskee osakkeen arvostusta tulevaisuuteen katsottaessa. Ennusteissani tulokasvun oletetaan olevan seuraavina vuosina keskimäärin 17 % ja osingon odotan olevan noin 2 %, jolloin lähivuosien tuotto-odotukseksi muodostuu miltei 20 % vuodessa. Pidän tuotto-odotusta hyvänä markkinatilanteessa, jossa osakkeet ovat monilla markkinoilla kalliita, varsinkin Yhdysvalloissa. Näkemykseni mukaan Kamux Oyj kasvattaa omistaja-arvoa ja pitkän aikavälin näkymät ovat positiiviset, minkä vuoksi yhtiö on potentiaalinen valinta pitkäjänteisen osakesijoittajan portfolioon.

Yhdysvalloissa markkinatunnelma on euforinen ja osakekurssit tuntuvat nousevan päivä toisensa jälkeen. Sijoittajat ovat valmiita maksamaan historiallisesti erittäin korkeita kertoimia yrityksistä, johtuen muun muassa matalasta korkotasosta ja keskuspankkielvytyksestä. Korkealle arvostettuja ovat myös yritykset, joiden tulos on vielä tappiolla eikä tulevaisuuden tuloksetekokyvystä ole taakeita. Kurssien noustessa fundamenteista piittaamatta sijoittajalle voi tulla paitsi jäämisen pelko (Fear Of Missing Out, FOMO), mikä ruokkii kurssinousua entisestään. Pitkäjänteisen sijoittajan katse tulee suuntautua osakekurssien sijaan yritysten fundamenteihin ja omistaja-arvon kasvuun, joka pitkällä aikavälillä ajaa osakekursseja ylöspäin. Onko osaketutkimuksella enää tulevaisuudessa merkitystä vai onko nykyinen tilanne uusi normaali, jolloin osakekurssit nousevat fundamenteista piittaamatta ikuisesti? Aika näyttää.

7 Pohdinta

7.1 Opinnäytetyöprosessi

Opinnäytetyöprosessi on nyt maalisuoralla, ja pidän prosessia kokonaisuutena onnistuneena. Opinnäytetyön aiheen halusin olevan mielenkiintoinen, ja halusin myös haastaa itseäni sekä kykyäni oppia uutta. Arvonmääritys osoittautui haastavaksi, sillä yrityksen arvoon vaikuttaa moni tekijä. Arvonmääritysmallit ovat herkkiä muuttujissa tapahtuville muutoksille, mikä korostaa objektiivisuuden merkitystä. Mielestäni onnistuin tekemään kattavan ja syvällisen yritysanalyysin sekä ymmärryksen fundamenttianalyysiä ja arvonmääritystä kohtaan on kasvanut merkittävästi. Kirjoitusprosessi sujui melko vaivattomasti, mutta toki oli myös ajanjaksoja, jolloin opinnäytetyö ei edennyt. Kriittinen tekijä työn onnistumisen kannalta oli erittäin korkea mielenkiinto opinnäytetyön aihetta kohtaan, mikä motivoi jatkamaan myös vaikeina hetkinä.

Tutkimus toteutettiin yhdistämällä kvantitatiivinen ja kvalitatiivinen tutkimusmenetelmä, jotta tutkimuskohteesta saavutettiin kokonaisvaltainen näkemys. Nykyisessä matalan korkotason ympäristössä korostuu varsinkin laadullisen informaation merkitys, sillä sijoittajat ovat valmiita maksamaan sijoituskohteista korkeampia arvostuskertoimia kuin historiassa. Korkeiden arvostustasojen myötä vain kvantitatiivisen informaation perusteella on hankalaa löytää houkuttelevasti arvostettuja sijoituskohteita. Menestyksekkäs sijoittaminen vaatii syvällisen yritysanalyysin lisäksi psykologisten tekijöiden huomioon ottamista. Pitkäkestoisessa laskumarkkinassa voi olla epämiellyttävää olla osakkeenomistajana yrityksessä, jonka liiketoimintamallia ei ymmärrä, ja jonka liiketoiminnan todellinen arvo ei ole tiedossa.

Opinnäytetyöprosessin aikana jatkotutkimusmahdollisuudeksi nousi esille, kuinka IFRS 16 vuokrasopimukset -standardi mallinnetaan mahdollisimman luotettavasti ulkopuolisena arvonmäärittäjänä. Kamux toimii pääsääntöisesti vuokralle ottajana ja vuokrakiinteistöjen määrä kasvaa vuosittain, jolloin vuokrasopimusten aktivoinnilla on merkittävä vaikutus tilinpäätökseen. Lähdekirjallisuus oli

julkaistu ennen standardin voimaantuloa, enkä löytänyt selkeää suomenkielistä opasta standardin mallintamisesta.

7.2 Tutkimuksen luotettavuus ja pätevyys

Tutkimusta arvioidaan mittaamalla luotettavuutta eli reliabiliteettia ja pätevyyttä eli validiutta. Tutkimuksen reliabelius tarkoittaa, kuinka luotettavasti ja toistettavasti tutkimusmenetelmä mittaa haluttua ilmiötä. Reliaabelin tutkimuksen tulokset voidaan toistaa useamman tutkijan toimesta eli tulokset eivät ole sattumanvaraisia. Validius tarkoittaa tutkimusmenetelmän kykyä mitata sitä, mitä sen on tarkoituskin mitata. Validiteettia voidaan pitää hyvänä silloin, kun tutkimuksen kohderyhmä ja kysymykset ovat oikeat, sekä tutkimusote tekee oikeutta tutkittavalle ilmiölle ja kysymyksenasettelulle. Puutteellinen validiteetti tarkoittaa, että havainnot ja tutkimus ei kohdistu täysin siihen, mikä oli tutkimuksen tarkoituksena. Validiteetin puuttuminen tekee tutkimuksesta arvottoman. (Hiltunen 2009.)

Tutkimuksen kvantitatiivista tutkimusaineistoa olivat yhtiön julkiset tilinpäätökset ja Damodaranin (2020) tietokanta verrokkiyhtiöiden tunnusluvuista. Kamux Oyj:n viralliset tilinpäätökset ovat Keskuskauppakamarin hyväksymän tilintarkastusyhteisön tilintarkastamia, jolloin on olemassa kohtuullinen varmuus, että tilinpäätöksissä ei ole olennaista virhettä tai puutetta. Näin ollen yhtiön tilinpäätöksistä saatavaa informaatiota voidaan pitää tutkimuksen luotettavimpana aineistona. Verrokkiyhtiöiden kvantitatiivinen informaatio on lähtöisin Damodaranin (2020) julkisesta tietokannasta. Damodaran on tunnettu ja arvostettu rahoituksen professori New Yorkin yliopistossa. Verrokkiyhtiöiden datan luotettavuutta heikentää se, että lukujen laskentatapaa ei ole tarkkaan tiedossa, minkä vuoksi datan vertailukelpoisuudesta ei voi olla täyttä varmuutta. Euroopalaiset pörssilistatut yhtiöt kuitenkin raportoivat IFRS-normiston mukaisesti, minkä tarkoituksena on kasvattaa tilinpäätösinformaation vertailukelpoisuutta. Sen vuoksi näen, että kvantitatiivista tutkimusaineistoa voidaan pitää luotettavana.

Kvalitatiivista tutkimusaineistoa olivat vuosikertomukset, listalleottoesite, toimialaan liittyvät tutkimukset ja haastattelut. Kvalitatiivisen tutkimusaineiston tietolähteenä on pyritty käyttämään vain luotettavia lähteitä. Yhtiön listautumisen yhteydessä julkaisema listalleottoesite on Finanssivalvonnan hyväksymä, mikä korostaa sen luotettavuutta kvalitatiivisen informaation lähteenä. Toteutettua teemahaastattelua pidän onnistuneena ja mielestäni haastattelu tuo lisäarvoa tutkimukseen. Haastattelukysymykset pyrittiin laatimaan objektiivisiksi ja avoimiksi sekä siten, etteivät ne olisi johdattelevia. Haastattelulla yrityskauppa-asiantuntijalla on pitkä ja laaja-alainen kokemus alasta sekä haastattelussa saaduissa vastauksissa ja teoriapohjassa oli merkittävää yhtäläisyyttä, mikä kasvattaa informaation luotettavuutta.

Tutkimuksen kysymyksenasettelu oli onnistunut, asetettuihin tutkimuskysymyksiin vastattiin, ja ne ovat relevantteja pitkäjänteiselle osakesijoittajalle. Menetelmätriangulaation avulla eli kvantitatiivista ja kvalitatiivista tietoa yhdistämällä saavutettiin syvälinen näkemys yhtiön fundamenteista. Osaketutkimus ei ole koskaan täysin puolueeton, sillä tutkijalla on aina jonkinlainen ennakkokäsitys tutkimuksen kohteena olevasta yhtiöstä. Ennen tutkimuksen aloittamista minulle oli syntynyt sosiaalisen median perusteella ristiriitainen kuva tutkittavasta yhtiöstä, ja sillä on todennäköisesti ollut alitajuisesti vaikutusta tutkimukseen. Tutkimusta tehdessäni olen pyrkinyt huomioimaan ennakkokäsitykseni ja tarkastelemaan yhtiötä mahdollisimman objektiivisesti ja kokonaisvaltaisesti.

Arvonmäärityksessä käytettäviin tulevaisuuden ennusteisiin kohdistuu paljon epävarmuutta, mitä myös kuvastaa se, että kaikilla arvonmääritysmenetelmillä saatiin erilainen arvo yritykselle. Arvonmäärityksen luotettavuutta pyrittiin kasvattamaan luomalla ennusteet tilinpäätösinformaation sekä syvälinen liiketoiminnan ja strategisen analyysin pohjalta. Tutkimuksessa todettiin, että arvonmääritysmallit ovat erittäin herkkiä käytetyille muuttujille ja yrityksen arvo saadaan kasvamaan tekemällä pieniä muutoksia malliin. Erityisesti tuottovaatimuksessa tai kannattavuudessa tapahtuvat muutokset vaikuttavat merkittävästi yrityksen arvoon. Tutkimuksessa käytettyjä tulokasvuoletuksia voisi kuvailla konservatiivisiksi, mikä luo turvamarginaalia sijoittajalle. Näkemykseni mukaan

ennusteet ovat realistisella pohjalla, ja analyysin perustella yhtiöllä on edellytykset ylittää ennusteisiini.

Arvonmäärityksen tulosta ei voida pitää absoluuttisena totuutena, vaan lukijan tulee tarkastella analyysiä ja arvonmäärityksessä käytettäviä ennusteita kriittisesti sekä tehdä johtopäätökset oman pohdinnan pohjalta. Arvonmäärityksessä käytettävät oletukset voivat osoittautua liian konservatiivisiksi, jolloin osakkeen arvo on merkittävästi korkeampi, tai ne voivat myös olla liian optimistisia, jolloin vaikutus on päinvastainen. Sijoittajat usein kiinnittävät liikaa huomioita osakeanalyttikoiden lyhyen aikavälin tavoitehintoihin eikä itse analyysiin tavoitehinnan takana. Analyysi yrityksen omistaja-arvon kasvuun vaikuttavista tekijöistä on huomattavasti arvokkaampaa informaatiota pitkäjänteiselle sijoittajalle. Sijoittaja vastaa loppujen lopuksi sijoituspäätöksestään itse, eikä sitä voi perustaa pelkkään numeeriseen tavoitehintaan ymmärtämättä arvonmäärityksen taustalla olevia oletuksia.

Lähteet

- Alma Talent. 2020a. Tunnuslukuopas. Kannattavuus. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas>. 15.9.2020.
- Alma Talent. 2020b. Myyntikate ja myyntikate-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/myyntikate-ja-myyntikate-prosenti>. 24.1.2021.
- Alma Talent 2020c. Liiketulos ja liiketulos-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/liiketulos-ja-liiketulos-prosenti>. 17.9.2020.
- Alma Talent. 2020d. Nettotulos ja nettotulos-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/nettotulos-ja-nettotulos-prosenti>. 15.9.2020.
- Alma Talent. 2020e. Sijoitetun pääoman tuotto-% <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/sijoitetun-paaoman-tuotto-prosenti-roj>. 16.9.2020.
- Alma Talent. 2020f. Oman pääoman tuotto <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/oman-paaoman-tuotto-prosenti-roe>. 17.9.2020.
- Alma Talent. 2020g. Nettovelkaantumisaste-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/vakavaraisuus/nettovelkaantumisaste-prosenti-net-gearing>. 20.9.2020.
- Alma Talent. 2020h. Omavaraisuusaste-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/vakavaraisuus/omavaraisuusaste-prosenti>. 20.9.2020.
- Alma Talent. 2020i. Nettokäyttöpääoma-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/tehokkuus/nettokayttopaaoma-ja-nettokayttopaaoma-prosenti>. 20.9.2020.
- Alma Talent. 2020j. Ostovelkojen kiertoaika. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/tehokkuus/ostovelkojen-kiertoaika>. 30.9.2020.
- Alma Talent. 2020k. Vaihto-omaisuuden kiertoaika. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/tehokkuus/vaihto-omaisuuden-kiertoaika>. 30.9.2020.
- Alma Talent. 2020l. Osakekohtainen tulos (EPS). <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/osakekohtainen-tulos-eps>. 6.11.2020.
- Alma Talent. 2020m. Osakekohtainen osinko. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/osakekohtainen-osinko>. 6.11.2020.
- Alma Talent. 2020n. Osinkotuotto-%. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/osinkotuotto-prosenti>. 6.11.2020.
- Alma Talent. 2020o. P/S-luku. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-s-luku>. 4.11.2020.
- Alma Talent. 2020p. P/E-luku. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-e-luku>. 4.11.2020.
- Alma Talent. 2020q. P/B-luku. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-b-luku>. 15.11.2020.
- Alma Talent. 2020r. EV/EBIT-luku. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/ev-ebit-luku>. 9.11.2020.

- Autoalan Tiedotuskeskus. 2020. Käytettyjen autojen kauppaa kuvaavat tilastot. https://www.aut.fi/tilastot/kaytettyjen_autojen_kauppa. 2.1.2021.
- Autoalan Tiedotuskeskus. 2020. Ensirekisteröinnit. <https://www.aut.fi/tilastot/en-sirekisteroinnit>. 2.1.2021.
- Boston Consulting Group. 2011. Riding the Next Wave in M&A: Where Are the Opportunities to Create Value? https://image-src.bcg.com/Images/BCG_Riding_the_Next_Wave_in_MandA_Jun_11_tcm38-112947.pdf. 7.2.2021.
- Boston Consulting Group. 2015. Why Deals Fail. https://image-src.bcg.com/Images/BCG-Why-Deals-Fail-Oct-2015_tcm108-62107.pdf. 7.2.2021.
- Credit Suisse. 2020. Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020. <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2020-summary-edition.pdf>. 4.1.2021.
- Damodaran, A. 2011. The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. 2012. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any asset. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran Online. 2020. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. 25.11.2020.
- Eskola, J. & Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino.
- Euroclear Finland. 2021. Suomessa 910 000 osakkeenomistajaa ja 152 000 osakesäästötiliä. <https://www.euroclear.com/finland/fi/news-and-insights/news/Suomessa-910000-osakkeenomistajaa-ja-152000-osa-kesaastotilia.html>. 10.1.2021.
- European Central Bank. 2020. HICP Inflation forecasts. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html. 4.1.2021.
- GlobesNewswire. 2016. Kamux Oyj:n listautumisanti keskeytetään ja listautuminen peruutetaan. <https://www.globenewswire.com/news-release/2016/05/30/844218/0/fi/Kamux-Oyj-n-listautumisanti-keskeytet%C3%A4%C3%A4n-ja-listautuminen-peruutetaan.html>. 24.11.2020.
- Google. 2020. Google Trends. <https://trends.google.com/trends/explore?date=2010-01-01%202020-12-01&q=Kamux>. 18.12.2020.
- Haaramo, V. Palmuaro, S. & Peill, E. 2020. IFRS-raportointi. <https://fokus-almatalent-fi.tietopalvelu.karelia.fi/teos/BABBXXBTAFCCBAXB#kohta:IFRS-RAPORTOINTI/piste:t3O>. 23.10.2020.
- Harma, O. 2020. Kamuxin kiihdytys yllätti. Talouselämä 44/2020.
- Heikkilä, T. 2014. Tilastollinen tutkimus. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Heikkilä, T. 2019. Korkea osinkotuotto prosentti on usein vaaran merkki. <https://www.sijoittaja.fi/146105/korkea-osinkotuotto-prosentti-on-usein-vaaran-merkki/>. 14.12.2020.
- Hiltunen, L. 2009. Validius ja reliabiliteetti. Kurssimateriaali. Jyväskylän yliopisto. http://www.mit.jyu.fi/OPE/kurssit/Graduryhma/PDFt/validius_ja_reliabiliteetti.pdf. 27.1.2021.
- Hirsjärvi, S. Remes, P. & Sajavaara, P. 2014. Tutki ja kirjoita. Porvoo: Bookwell Oy.

- Huhta, A. 2020. Intera irtautui Kamuxista yhdeksän vuoden jälkeen – myi lopuomistuksensa instituutiosijoittajille. Kauppalehti 9.9.2020. <https://bit.ly/36mu6a3>. 27.12.2020.
- Inderes. 2019. inderesPodi 62: Millaiset yhtiöt menestyvät pitkällä aikavälillä? <https://www.inderes.fi/fi/videt/inderespod-62-millaiset-yhtiot-menestyvat-pitkalla-aikavalilla>. 16.11.2020.
- Inderes. 2020. Osakevertailu. <https://www.inderes.fi/fi/osakevertailu>. 24.1.2021.
- Investopedia. 2020a. Dividend Yield. <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>. 1.12.2020.
- Investopedia. 2020b. Price-to-Sales Ratio (P/S Ratio). <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>. 1.12.2020.
- Investopedia. 2020c. Price/Earnings-to-Growth (PEG) Ratio. <https://www.investopedia.com/terms/p/pegratio.asp>. 1.12.2020.
- Jormakka, R. Koivusalo, K. Lappalainen, J. & Niskanen, M. 2015. Laskenta-
toimi. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- J.P. Morgan. 2020. Guide to the Markets. <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/market-insights/guide-to-the-markets/mi-guide-to-the-markets-us.pdf>. 17.1.2021.
- Jääskeläinen, I. 2020. Yritysanalyysi sijoituspäätöksen tukena – Case: Revenio Group Oyj. Karelia-ammattikorkeakoulu. Liiketalouden koulutusohjelma. Opinnäytetyö. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/339332/J%c3%a4%c3%a4skel%c3%a4inen_likka_2020_05_22.pdf?sequence=3&isAllowed=y. 16.1.2021.
- Kainulainen, J. 2020. Uutta dataa: Käytetyn auton kauppa on vilkasta Suomessa – keskimääräinen myynti-ikä ja yksityiskauppojen määrä saatavat yllättää. Kauppalehti 8.3.2020. <https://bit.ly/3crtK5Y>. 20.11.2020.
- Kalliokoski, J. 2018. Kamux Roast. <https://youtu.be/IIHqYa285ZzY>. 20.11.2020
- Kalliokoski, J. 2020. Audio Areena – Vieraana Kamuxin toimitusjohtaja Juha Kalliokoski. <https://areena.yle.fi/audio/1-50700405>. 30.12.2020.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys – Onnistunut sijoituspäätös. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kallunki, J-P. Martikainen, M & Niemelä, J. 2011. Ammattimainen sijoittaminen. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kallunki, J-P. 2014. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kamux Oyj 2017. Listalleottoesite. <https://www.kamux.com/app/uploads/Kamux-Oyj-Listalleottoesite.pdf>. 30.11.2020.
- Kamux Oyj. 2019. Vuosikertomus 2018. https://www.kamux.com/app/uploads/Kamux_Vuosikertomus_2018-web.pdf. 10.1.2021.
- Kamux Oyj. 2020a. Kamux on käytettyjen autojen asiantuntija. <https://www.kamux.fi/kamux-suomi>. 10.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020b. Tietoa Kamuxista. <https://www.kamux.com/tietoa-kamuxista/>. 1.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020c. Strategia ja tavoitteet. <https://www.kamux.com/tietoa-kamuxista/strategia-ja-tavoitteet/>. 4.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020d. Toimitusjohtajan katsaus. <https://www.kamux.com/tietoa-kamuxista/toimitusjohtajan-katsaus/>. 10.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020e. Osavuosikatsaus 1–12/2019. <https://kamux.videosync.fi/2019-q4-tulos>. 16.12.2020.

- Kamux Oyj. 2020f. Vuosikertomus 2019. https://www.kamux.com/app/uploads/KAMUX_Vuosikertomus-2019.pdf. 14.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020g. Kamux Plus. <https://www.kamux.fi/kamux-plus>. 10.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020h. Tutkimus selvitti: Tässä ovat suomalaisten yleisimmät syyt auton vaihtamiseen – miesten ja naisten vastauksissa eroja. <https://www.kamux.fi/uutinen/tutkimus-selvitti-tassa-ovat-suomalais-ten-yleisimmat-syyt-auton-vaihtamiseen-miesten-ja>. 26.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020i. Kamuxin johtoryhmä. <https://www.kamux.com/hallinnointi/johtoryhma/>. 20.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020j. Kamuxin hallitus. <https://www.kamux.com/hallinnointi/hallitus/>. 20.12.2020.
- Kamux Oyj. 2020k. Suurimmat osakkeenomistajat. <https://www.kamux.com/osaketietoa/suurimmat-omistajat/>. 21.12.2020.
- Kananen, J. 2010. Opinnäytetyön kirjoittamisen käytännön opas. Jyväskylä: Tampereen Yliopistopaino Oy – Juvenes Print.
- Kananen, J. 2013. Case-tutkimus opinnäytetyönä. Jyväskylä: Suomen Yliopistopaino Oy – Juvenes Print.
- Katramo, M. Lauriala, J. Matinlauri, I. Niemelä, J. Svennas, K. & Wilkman, N. 2013. Yrityskauppa. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Kauppalehti. 2019. Tunnetko tämän luvun: EV/EBIT-luku? <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tunnetko-taman-tunnusluvun-ev-ebit-luku/e072b464-5a5f-4fcc-8564-bfc1129d4673>. 1.10.2020.
- Kinnunen, J. 2019. Omistaja-arvon kehityksen tarkastelu pääoman tuoton näkökulmasta. <https://www.inderes.fi/fi/artikkeli/omistaja-arvon-kehityksen-tarkastelu-paaoman-tuoton-nakokulmasta>. 30.9.2020.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2017. Moderni rahoitus. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kostamo, A. 2020. Yrityskauppa-asiantuntija. KPMG. Nauhoitettu haastattelu 30.12.2020.
- KPMG. 1999. Unlocking shareholder value: The keys to success. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/KPMGM&A.pdf>. 15.10.2020.
- Lehtonen, M. 2019. Roast Kamux osa 2. <https://youtu.be/4-dLoqck4M>. 3.12.2020.
- Mauboussin, M. 2011. What Shareholder Value is Really About. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2011/10/ceos-must-understand-what-crea>. 6.2.2021.
- MTV Uutiset. 2020. Näistä autoliikkeistä tehdään eniten valituksia – yksi on ihan omissa sfääreissään: "Mikään muu ei selitä". <https://www.mtvuutiset.fi/artikkeli/naista-autoliikkeista-tehdaan-eniten-valituksia-yksi-on-ihan-omissa-sfaareissaan-mikaan-muu-ei-selita/7958324>. 22.1.2021.
- Niskanen, J & Niskanen, M. 2016. Yritysrahoitus. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Oinonen, M. 2019. Yrityksen arvonmääritys vapaan kassavirran mallin ja lisäarvomallin avulla. Itä-Suomen yliopisto. Yhteiskunta ja kauppatieteiden tiedekunta. Pro gradu -tutkielma. https://erepo.uef.fi/bitstream/handle/123456789/21314/urn_nbn_fi_uef-20191083.pdf?sequence=1&isAllowed=y. 16.1.2021.
- Oksahaju, J. 2020. Osakkeiden tunnusluvut haltuun: P/E, P/B, P/S, osinkotuotto ja ROE. <https://www.nordnet.fi/blogi/osakkeiden-tunnusluvut-haltuun/>. 4.1.2021.

- PwC. 2016. IFRS 16 – Uusi aikakausi vuokrasopimusten kirjanpitokäsittelyssä. <https://www.pwc.fi/fi/ifrs-julkaisut/tiedostot/in-depth-ifrs-16-vuokrasopimuksissa-022016.pdf>. 5.3.2021.
- Rappaport, A. 2006. Ten Ways to Create Shareholder Value. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2006/09/ten-ways-to-create-shareholder-value>. 6.2.2021.
- Reformat, B. 2013. The Idea of Smart Shopping – the Generation of Smart Consumers. https://www.ue.katowice.pl/fileadmin/migrated/content/uploads/15_B.Reformat_The_idea_of_smart_shopping_the_generation.pdf. 8.11.2020.
- Saaranen-Kauppinen, A. & Puusniekka, A. 2009. Menetelmäopetuksen tietovaranto KvaliMOTV. <https://www.fsd.tuni.fi/fi/tietoarkisto/julkaisut/kvalimotv.pdf>. 20.1.2021.
- Salo, I. 2016. Kommentti: Kamux alleviivasi kamalasti alan mainetta. Kauppa-lehti 30.5.2016. <https://bit.ly/3j3wGH5>. 20.12.2020.
- Schaller Consulting. 2018. The New Automobility: Lyft, Uber and the Future of American Cities. <http://www.schallerconsult.com/rideservices/automobility.pdf>. 20.11.2020.
- Statista. 2020. Revenue of the market for second-hand cars in Germany from 2000 to 2019. <https://www.statista.com/statistics/589610/revenue-used-cars-germany/>. 17.11.2020.
- Suomen Autokauppa Oy. 2020. SAKA – Palveleva autokauppa. <https://saka.fi/fi/yritys/saka/>. 20.12.2020.
- Suomen Pankki. 2020. Yrityslainoja nostettiin poikkeuksellisen vähän syyskuussa 2020. <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/rahalaitosten-tase-lainat-ja-talletukset-ja-korot/tiedotehistoria/2020/yrityslainoja-nostettiin-poikkeuksellisen-vahan-syyskuussa-2020/>. 18.12.2020.
- Tivi. 2020. Oriolan SAP-projektissa petti laadunvarmistus – ”Kokonaisriskiä ei ollut tunnistettu lainkaan”. <https://www.tivi.fi/uutiset/oriolan-sap-projektissa-petti-laadunvarmistus-kokonaisriskia-ei-ollut-tunnistettu-lainkaan/3ea33d8f-c73a-4c78-a2c6-7e191fd7f4d7>. 16.1.2021.
- Vilkkä, H. 2015. Tutki ja kehitä. 4., uudistettu painos. Jyväskylä: PS-kustannus.
- Wahlen, J. Baginski, S. & Bradshaw, M. 2014. Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective. Boston: Cengage Learning.
- Yritystutkimus ry. 2017. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Gaudeamus.

Teemahaastattelun runko

- Perustiedot haastateltavasta
- Arvonmäärittämisprosessin kulku isossa kuvassa
- Yritys- ja toimialatason analysointi
 - Yrityksen arvoon vaikuttavat tekijät
 - Informaatiolähteet
- Tilinpäätösanalyysi
 - Historiallisen kehityksen arvioiminen
 - Tilinpäätöksen oikaiseminen
 - Tärkeimmät tunnusluvut
- Tuottovaatimuksen määrittäminen CAP-mallilla matalan korkotason ympäristössä
 - Vieras pääoma
 - Oma pääoma
 - Osakeriskipreemio
 - Riskitön korko
 - Koko pääoma
- Arvonmäärittäminen
 - Millaisia arvonmäärittämismenetelmiä sovelletaan?
 - IFRS 16 -standardin vaikutus
 - Tulevaisuuden ennusteet
 - Terminaalikasvun arvioiminen
 - Isoimmat virheet arvonmäärittämisessä?