

Yrityksen arvon määrittäminen - Case Yritys Oy

Sami Suppola

Opinnäytetyö

Liiketalous

2014



Tekijä tai tekijät Sami Suppola	Ryhmätunnus tai aloitusvuosi 2010
Raportin nimi Yrityksen arvon määrittäminen - Case Yritys Oy	Sivu- ja liitesivumäärä 68 + 7
Opettajat tai ohjaajat Martti Miettinen	
<p>Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli määrittää case-yritykselle arvo. Tutkimuskohteena opinnäytetyössä toimii Porvoossa toimiva pienyritys. Opinnäytetyössä käydään läpi arvonmäärittämisprosessin sekä arvonmäärittämismallien teoriaa, jota sovelletaan sen jälkeen case-yrityksen arvon määrittämisessä.</p> <p>Tutkimusongelmana oli selvittää, kuinka yrityksen arvo voidaan määrittää ja minkälaisia menetelmiä arvonmäärittämisessä vaatii. Yrityksen arvo määritettiin lähtökohtaisesti ajatellen tulevaisuudessa tapahtuvaa yrityskauppaa. Yrityksen arvo toimii tukena lopullista myyntihintaa määritettäessä. Yrityksen arvo haluttiin selvittää aikaisessa vaiheessa, jotta sen mahdolliseen arvoon voitaisiin vaikuttaa myyntiä edeltävinä vuosina.</p> <p>Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisella tutkimusmenetelmällä. Lähdemateriaali koostuu alan kirjallisuudesta, yrityksen virallisista tilinpäätöksistä vuosilta 2011-2013 sekä luotettavista Internet-lähteistä. Tutkimuksessa käytettiin myös Suomen Asiakastieto Oy:n tilastoja vertailtaessa yrityksen tilaa samanalan yrityksiin. Lisäksi tutkimuksessa tehtiin haastattelu toimitusjohtajalle. Haastattelun avulla saatiin kartoitettua yrityksen tämän hetkistä tilaa sekä tulevaisuuden muutoksia.</p> <p>Arvo määritettiin käyttämällä neljää arvonmäärittämismallia jotka ovat substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli. Arvon määrittämisessä käytetyt laskukaavat ovat kaikki esitettyinä opinnäytetyössä. Yrityksen teoreettiseksi arvoksi saatiin 114 352,12 €.</p> <p>.</p>	
Asiasanat Arvonmäärittäminen, arvonmäärittämismallit, pääoman tuottovaatimus,	

Degree programme

<p>Authors Sami Suppola</p>	<p>Group or year of entry</p>
<p>The title of thesis Company Valuation – Case Company Ltd</p>	<p>Number of report pages and attachment pages 68 + 7</p>
<p>Advisor(s) Martti Miettinen</p>	
<p>In this thesis the main objective was to determine the value of a small company operating in Porvoo, the name of which is confidential. The thesis introduces the valuation process and different valuation models by implementing theory into practice to determine the value.</p> <p>The research problem was to find out how the company value could be assessed and what kind of methods the valuation needed. The valuation was made because the company is expected to be sold in the near future. The value of the company acts as a support when setting the final selling price. The value was measured well in advance so that the value could be influenced before the sale.</p> <p>The research was implemented using qualitative research methods. The sources are based on subject-related literature, the company's official financial statements from the years 2011-2013, and reliable internet sources. The study also made use of statistics from Suomen Asiakastieto Oy to compare the status of the company to companies in the same field. The owner of the company was interviewed and the interview created the basis for the analysis concerning the company's past success and future changes.</p> <p>The value was determined by using four different valuation models, which were the net asset value model, dividend model, free cash flow model and economic profit valuation model. Mathematical formulas and calculations applied in the value determining process are presented in the thesis. The theoretical value of the company was estimated at €114,352.12.</p>	
<p>Key words Comapany evaluation, evaluation models, cost of capital</p>	

Sisällys

1	Johdanto	1
2	Opinnäytetyösuunnitelma	3
3	Yrityksen arvonmääritys	6
3.1	Tutkimusmenetelmä	7
3.2	Arvonmääritysprosessi.....	8
3.3	Strateginen analyysi	9
3.4	Tilinpäätösanalyysi	9
3.4.1	Kannattavuus	10
3.4.2	Maksuvalmius.....	11
3.4.3	Vakavaraisuus.....	14
3.5	Tulevaisuuden arviointi	15
4	Pääoman tuottovaatimus.....	17
4.1	Oman pääoman tuottovaatimus.....	17
4.2	Vieraan pääoman tuottovaatimus.....	22
4.3	Koko pääoman tuottovaatimus	22
5	Arvonmääritysmallit.....	24
5.1	Substanssiarvo	25
5.2	Osinkoperusteinen malli.....	26
5.3	Vapaan kassavirran malli	27
5.4	Lisäarvomalli	30
5.5	Goodwill-arvo ja badwill-arvo	32
6	Case-yrityksen arvonmääritys	33
6.1	Haastattelulomake	33
6.2	Yritysesittely	34
6.3	Strateginen analyysi	34
6.4	Sisäinen analyysi.....	35
6.5	Ulkoinen analyysi.....	38
6.6	Tilinpäätösanalyysi	39
6.6.1	Kannattavuus	40
6.6.2	Maksuvalmius.....	41

6.6.3 Vakavaraisuus.....	43
6.7 Tulevaisuuden arviointi	44
7 Pääoman tuottovaatimus.....	46
7.1 Oman pääoman tuottovaatimus.....	46
7.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus.....	48
7.3 Koko pääoman tuottovaatimus	48
8 Arvonmäärittämisen tulokset.....	50
8.1 Substanssiarvo	50
8.2 Osinkoperusteinen malli.....	51
8.3 Vapaan kassavirran malli	53
8.4 Lisäarvomalli	55
9 Pohdinta	58
9.1 Johtopäätökset.....	58
9.2 Oma oppiminen ja prosessi	62
Lähteet.....	64
Liitteet.....	68
Liite 1. Tuloslaskelma ja tase vuosilta 2010 – 2013	68
Liite 2. Tulevaisuuden ennuste vuosille 2014 – 2016	70
Liite 3. Toimitusjohtajan haastattelulomake	72
Liite 4. Vapaa kassavirta vuosina 2011-2013	74

1 Johdanto

Opinnäytetyön tavoitteena on määrittää case-yritykselle arvo. Työ suoritetaan toimeksiantona porvoolaiselle pienyritykselle, joka tulee käyttämään arvonmäärittämisestä saatuja tuloksia yrityskaupassa. Yrityskaupan ajankohta on tarkoitus olla keväällä 2014 tai viimeistään vuonna 2016. Yrittäjät haluavat tietää yrityksensä arvon, koska se helpottaa heitä tulevassa yrityskauppatilanteessa. Tavoitteena on myös selvittää, kuinka yrityksen arvo voidaan kasvattaa tulevaisuudessa.

Opinnäytetyö tehdään myyjän näkökulmasta ja toteutetaan myyjän toimesta. Tutkimusongelma opinnäytetyössä on, kuinka yrityksen arvo voidaan määrittää ja mitä erilaisia menetelmiä se vaatii. Työssä käytetään hyödyksi yrityksen kolmen vuoden tilinpäätöstietoja sekä Suomen Asiakastieto Oy:ltä hankittuja saman toimialan tilastoja, joita käytetään tunnuslukujen määrittämisessä ja niiden vertailemisessa. Arvonmäärittäminen toteutetaan käyttämällä yleisimpiä arvonmäärittämismenetelmiä sekä strategista analyysiä, joka toteutetaan toimitusjohtajan haastatteluna.

Case-osuudessa sovelletaan teoriassa käsiteltyä arvonmäärittämisprosessia sekä arvonmäärittämisalustoja. Yritykselle lasketaan tuottovaatimukset, jotta arvonmäärittäminen olisi mahdollista. Case-osuus koostuu kolmesta pääluvusta, jotka ovat yritysesittely ja strateginen analyysi, tuottovaatimuksen määrittäminen sekä arvonmäärittämisalustoilla. Kaikki opinnäytetyössä käytetyt kaavat ja laskutoimitukset ovat esillä työssä eikä niiden määrittämisessä ole käytetty mitään valmiita tietokoneohjelmia.

Opinnäytetyön tutkimusmenetelmänä käytetään kvalitatiivista eli laadullista tutkimusta, koska opinnäytetyössä tehdään haastattelu. Haastattelun tulokset ovat merkittävä tekijä lopullisen arvon määrittämisessä. Haastattelua ja laskentamenetelmiä käyttämällä voidaan selvittää paras ja luotettavin arvo case-yritykselle.

Lähdemateriaalina tutkimuksessa käytetään alaan liittyvää kirjallisuutta, joka koostuu pääasiassa Kallungin ja Leppiniemen teoksista. Kallungin teosten ympärille on lisätty

kirjallisuutta ulkomaisilta asiantuntijoilta, kuten Copeland ja Bradley. Sähköisinä lähteinä käytetään Balance Consulting- yrityksen tarjoamia Internet-sivuja.

Opinnäytetyössä keskitytään arvonmäärittämiseen laskennallisesti. Työssä ei oteta huomioon yrityskauppaprosessia tai muita yrityskauppaan liittyviä asioita. Työtä ei voida verrata muiden yritysten arvoihin, koska jokainen arvonmäärittystapaus on yksilöllinen. Opinnäytetyöstä voidaan kuitenkin hahmottaa, kuinka pienyrityksen arvonmäärittäminen on toteutettavissa. Opinnäytetyössä määritetty yrityksen arvo on teoreettinen arvo. Arvo ei kuitenkaan ole sama kuin yrityskaupan myyntihinta.

2 Opinnäytetyösuunnitelma

Opinnäytetyön tarkoituksena on tutkia yrityksen arvonmäärittämistä pienessä osakeyhtiössä. Arvonmäärittäminen suoritetaan porvooolaisella mustekasetteja päätoimenaan täyttävälle yritykselle. Yritys työllistää tällä hetkellä omistajapariskunnan. Aihe opinnäytetyöhön muodostui toimeksiantona kyseiseltä yritykseltä. Arvonmäärittäminen tarkoituksena on selvittää yritykselle teoreettinen arvo, jota yrittäjät voisivat käyttää apuna tulevaisuudessa tapahtuvassa yrityskaupassa. Alun perin opinnäytetyön aihe oli tarkoitus painottaa pelkästään tilinpäätösanalyysin tekoon. Lopulta aiheeksi kuitenkin valittiin yrityksen arvonmäärittäminen, johon sisältyy osana tilinpäätösanalyysi.

Opinnäytetyön tekeminen on tarkoitus aloittaa perehtymällä jo aikasemmin tehtyihin arvonmäärittämistutkimuksiin. Suurin osa vastaavista tutkimuksista on toteutettu maisteritason tutkimuksina yliopistoissa. Tutkimuksista pystytään selvittämään tulevan opinnäytetyön rakennetta. Samaan aikaan tullaan kartoittamaan opinnäytetyössä käytettävää kotimaista ja ulkomaista kirjallisuutta sekä selvittämään mahdollisia yhteistyökumppaneita. Kirjallisuutta on tarkoitus hankkia lainaksi kirjastosta. Opinnäytetyössä käytetty kirjallisuus muodostuu pääosin samojen asiantuntijoiden kirjoittamista teoksista, joita on käytetty vastaavissa tutkimuksissa. Kyseisiä kirjailijoita ovat esimerkiksi Kallunki ja Leppiniemi. Kallunki on kirjoittanut useita eri teoksia yhteistyössä muiden asiantuntijoiden kanssa.

Kirjallisuusaineiston lisäksi opinnäytetyössä tullaan käyttämään yrityksen tilinpäätöstä, joka saadaan käyttöön tilitoimistolta. Tilinpäätöstiedoista tullaan laskemaan tunnuslukuja, joita on tarkoitus verrata samalla toimialalla toimiviin yrityksiin. Vertaamalla tunnuslukuja samanalan yritysten vastaaviin lukuihin, saadaan selvyys yrityksen tilasta suhteessa muihin yrityksiin. Tilastotiedot on tarkoitus hankkia Suomen Asiakastieto Oy:ltä, joka ylläpitää Suomen suurinta yritystietokantaa. (Suomen Asiakastieto Oy, 2014.) Tilinpäätöstietojen 2011- 2013 lisäksi tullaan laskemaan vuosille 2014 - 2016 ennusteet tuloslaskelmasta ja taseesta. Ennusteita tullaan käyttämään arvonmäärittämisessä.

Teoreettinen viitekehys on tarkoitus toteuttaa rakenteeltaan loogisesti. Teoriaosuus eli viitekehys sekä empiirinen osuus muodostuvat samoista osa-alueista. Teoria, jota käsitellään viitekehyksessä, löytyy myös empiirisestä osuudesta. Näin opinnäytetyön rakenteesta saadaan yhteneväinen. Teoria on tarkoitus aloittaa yleisesti kertomalla arvonmäärityksestä. Aiheeseen perehdytyksen jälkeen opinnäytetyössä on tarkoitus kertoa mitä arvonmääritys oikein tarvitsee onnistuakseen sekä havainnollistaa arvonmääritysprosessia. Arvonmääritysprosessissa kerrotaan strategisesta analyysistä, tilinpäätösanalyysistä sekä tulevaisuuden ennustamisesta. Strateginen analyysi sekä tulevaisuuden ennustaminen tullaan toteuttamaan toimitusjohtajan haastattelun perusteella. Tilinpäätösanalyysi pohjautuu vastaavasti tunnuslukuihin. Tilinpäätösanalyysissä on tarkoitus käsitellä kannavuutta, maksuvalmiutta sekä vakavaraisuutta tunnuslukujen muodossa.

Arvonmääritysprosessin jälkeen opinnäytetyössä on tarkoitus kertoa tuottovaatimuksen määrittämisestä, joka on yksi tärkeimmistä vaiheista arvonmäärityksessä.

Tuottovaatimukseen kuuluvat oman pääoman tuottovaatimus, vieraan pääoman tuottovaatimus sekä koko pääoman tuottovaatimus. Tuottovaatimuksen määrittäminen perustuu matemaattisiin kaavoihin, jotka ovat CAP-malli sekä WACC-malli. Jokainen matemaattinen kaava on tarkoitus olla työssä esillä. Jokainen malli tullaan selittämään havainnollisesti tutkimuksessa.

Viimeinen osuus teoriassa on arvonmääritysmallit. Opinnäytetyössä käytetään neljää erilaista arvonmääritysmallia, jotka ovat substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvo malli. Mallit pyritään selittämään selvästi ja yksinkertaisesti.

Empiirinen osuus on tarkoitus alkaa yrityksen esittelyllä. Empiirisen osuuden rakenne on lähes samanlainen kuin teoriassakin. Työssä käytetään kvalitatiivista eli laadullista tutkimusmenetelmää, koska tarkoituksena on tehdä haastattelu toimitusjohtajalle koskien strategista analyysia ja tulevaisuuden ennustamista. Kvalitatiivinen

tutkimusmenetelmä soveltuu hyvin, kun perusjoukkona on hyvin tarkkaan määritetty kohderyhmä. Opinnäytetyössä kohderyhmänä on toimitusjohtaja. Haastattelun kohteeksi valittiin toimitusjohtaja, koska hänellä on paras tuntemus yrityksen tämän hetkisestä tilasta sekä tietämys, mihin yritys on tulevaisuudessa menossa.

Haastattelulomake tulee olemaan liitetietona. Itse varsinaista haastattelua ei ole tarkoitus julkaista suoraan sellaisenaan liitteissä. Haastattelu tullaan kirjoittamaan auki empiirisessä osuudessa. Haastattelulomakkeen kysymykset muodostuvat avoimista kysymyksistä. Kysymykset tullaan jakamaan eri kategorioihin, jotka ovat yrityksen perustiedot, strateginen analyysi sekä tulevaisuuden ennusteet. Strategisen analyysin sekä tulevaisuuden ennustuksen kysymykset antavat tietoa esimerkiksi kilpailijoista, tuotteista, kilpailusta, investoinneista, rahoituksesta ja kysynnän ennusteista. Haastattelusta kerätty tieto tullaan raportoimaan empiirisessä osuudessa hyvin tarkasti.

Kerätty tieto tullaan raportoimaan avoimesti empiirisessä osuudessa.

Arvonmäärittämissä laskutoimitukset tulevat näkymään vaihe vaiheelta.

Opinnäytetyöstä saadaan selkeämpi, kun tärkeät tulokset ja kaavat ovat suoraan empiirisessä osuudessa kuin, että ne olisivat liitteissä. Jokainen laskutoimitus tullaan laskemaan Excel-ohjelmalla. Arvonmäärittämissä saadut tulokset kootaan yhteen ja muodostetaan loppupäätelmät yrityksen arvosta.

Aikataulu opinnäytetyössä tulee olemaan kevät 2014. Työ on tarkoitus aloittaa tammikuussa ja saada valmiiksi toukokuuhun mennessä. Tarkoitukseni on aloittaa prosessi teoriaosuudella, jonka jälkeen siirrytään empiiriseen osuuteen. Näiden välissä on tarkoitus suorittaa toimitusjohtajan haastattelu. Opinnäytetyötä tullaan tekemään joka arkipäivä usean tunnin ajan. Tavoitteena on, että opinnäytetyöprosessin jälkeen toimeksiantaja on saanut tutkimuksen, josta tulee olemaan heille hyötyä. Tavoitteeksi itselleni olen asettanut, että oppisin tuntemaan yritystoiminnan syy- ja seuraussuhteita sekä organisointia.

3 Yrityksen arvonmääritys

Yrityksen arvonmäärittämisen tavoitteena on selvittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Yritystä voidaan arvioida tämän hetkisen tilanteen mukaan, mutta tärkeintä on kuitenkin tulevaisuudessa tapahtuva ennakoitu menestyminen.

Arvonmääritys saattaa poiketa huomattavasti tilinpäätöksen taseen arvosta, koska tilinpäätös perustuu menneeseen kehitykseen. Yrityksen arvo saadaan, kun tulevaisuudessa saatavat kassavirrat diskontataan nykyhetkeen. (Kinnunen, Laitinen, Laitinen, Leppiniemi & Puttonen 2006, 61.) Samaan perusolettamukseen arvosta perustuvat myös muut vastaavat arvonmäärityksestä kertovat teokset, kuten Kallunki ja Niemelä. (Kallunki & Niemelä 2004, 11-12.)

Yrityksen arvonmäärittämisellä on merkitystä monessa eri tilanteessa. Arvoa tarvitaan esimerkiksi yrityskauppatilanteessa, vakuuksien arvioinneissa, yrityksen tervehdyttämiskelpoisuuden arvioimisessa, sijoittajan päätöksenteossa, osituksissa ja muissa varallisuuden jaoissa. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 310-311.) Pasosen mukaan (Pasonen, Hilunen & Turunen 2000, 22-60.) yrityskauppa ja arvonmääritys ovat pitkiä ja monimutkaisia prosesseja, joihin yrittäjä tarvitsee ammattilaisen apua.

Yrityksen arvo voidaan määrittää myös tunnuslukujen avulla, koska tunnusluvut ovat paljon helppokäyttöisempiä. Ammattilaisten keskuudessa arvonmääritysmallit ovat kasvattaneet suosiota, koska niiden avulla saadaan perusteellisempi ja luotettavampi kuva yrityksen arvonmäärittämisen lähtökohdista kuin pelkällä taloudellisten tunnuslukujen avulla. (Kallunki & Niemelä 2004, 65.)

Opinnäytetyön tarkoituksena on ratkaista yrityksen arvo luotettavalla tavalla. Jotta ratkaisu olisi luotettava, niin opinnäytetyössä käytetään Kallungin ja Niemelän (2004, 23) arvonmääritysprosessia, jolla analysoidaan yrityksen ulkopuolisia tekijöitä, mennyttä aikaa tilinpäätösanalyysin muodossa sekä tulevaa kehitystä. Arvonmääritysprosessilla luodaan luotettava pohja arvonmääritykselle. Seuraavassa luvussa käsitellään arvonmääritysprosessia sekä tutkimusmenetelmiä tarkemmin.

3.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksissa voidaan soveltaa monia erilaisia menetelmiä sekä tekniikoita. Tutkimusmenetelmiä ovat pöytälaatikkotutkimus, kvalitatiivinentutkimus, kvantitatiivinentutkimus sekä kenttätutkimus. Kirjoituspöytäutkimus on nopea ja kustannustehokas tapa saada lisäymmärrystä tutkittavalle ongelmalle. Tutkimuksen perusehtona on kuitenkin, että tutkimuksessa käytetään luotettavaa ja ajan tasalla olevaa tietoa. Etuina kirjoituspöytäutkimuksessa ovat nopeus eli ajan säästö, mutta ongelmana on silloin, että tieto on kerätty jostain toista tutkimusta varten jo aikaisemmin. Muita ongelmia ovat myös tiedon vanhuus sekä tiedon väärämuotoisuus. Tutkimusta voidaan hyödyntää esimerkiksi, kun arvoidaan kysyntää, seurataan toimintaympäristöä tai tehdään kilpailijaseuranta. (Mäntyneva, Heinonen & Wrangle 2008, 28-30.)

Kvantitatiivinen tutkimus eli määrällinen tutkimus on tieteellinen tutkimussuuntaus, joka perustuu kohteen kuvaamiseen tilastojen ja numeroiden avulla. Määrällisessä tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita luokitteluista, syy- ja seuraussuhteista sekä vertailuista. Tutkimuksessa havaintoaineisto voidaan kerätä haastatteluiden tai kirjallisten lomakkeiden avulla. (Mäntyneva ym. 2003, 63.)

Määrällinen tutkimus sopii esimerkiksi suuria ihmisryhmiä kartoittaviin tutkimuksiin. Tutkimukset perustuvatkin yleisesti satunnaisotantaan. Määrällisessä tutkimuksessa kysymykset voivat olla monivalintakysymyksiä sekä avoimia kysymyksiä. Monivalintakysymyksessä on ennalta annetut vaihtoehdot, joista valitaan mieleinen, ja avoimessa kysymyksessä vastaus kirjoitetaan sille varattuun tilaan. (Mäntyneva ym. 2003, 55.)

Kvalitatiivinen tutkimus eli laadullinen tutkimus on menetelmäsuuntaus, jota käytetään ihmistieteissä. Laadullisessa tutkimuksessa tavoitteena on ymmärtää vallitsevaa ilmiötä. Ilmiöillä tarkoitetaan käytännössä tilan antamista tutkittavien henkilöiden näkökulmille.

(Hirsjärvi & Huttunen 1995, 174.) Kvalitatiivisessa tutkimuksessa kysymykset ovat yleensä avoimia kysymyksiä. Kysymyksiin saadaan vastaus joko suullisesti tai kirjallisesti. Laadullisessa tutkimuksessa keskitytään laatuun, ei määrään. Tutkimuksessa otanta voi olla vain kymmenen henkeä. (Eskola & Suoranta 1998, 13.)

Laadullisessa tutkimuksessa käytetään yleensä harkinnanvaraista otantaa. Tutkittaviksi ei valita suurta määrää henkilöitä, vaan tarkoituksena on valita tarkkaan henkilöt, joita tutkitaan perusteellisesti. Aineiston laadulla on erittäin suuri merkitys tutkimuksen tuloksessa. Aineiston tulisi olla kattava suhteessa siihen, kuinka laaja analyysi on tarkoitus tehdä. (Eskola & Suoranta 1998, 18, 60-61.)

Yleisin tapa kerätä aineistoa on järjestää haastattelu. Haastattelun tavoite on selvittää se, mitä haastateltavalla on mielessä. Haastatteluita on olemassa monia erilaisia muotoja, jotka ovat strukturoitu haastattelu eli lomakehaastattelu, puolistrukturoitu haastattelu, teema haastattelu sekä avoin haastattelu. Strukturoidussa haastattelussa kysymysten järjestys ja rakenne on kaikille haastateltaville sama. Strukturoidussa haastattelussa vastausvaihtoehdot ovat myös valmiiksi annettuina. Puolistrukturoitu haastattelu eroaa strukturoidusta haastattelusta siten, että vastausvaihtoehtoja ei ole valmiina. (Eskola & Suoranta 1998, 84-86.)

Teemahaastattelussa haastattelun aihepiirit ja teema on sovittu etukäteen. Erona strukturoidulle haastattelulle on se, että kysymyksissä ei ole tarkkaa muotoa eikä järjestystä. Avoimessa haastattelussa haastattelu muistuttaa eniten normaalia keskustelua, jossa haastattelija ja haastateltava keskustelevat luontevasti keskenään. Haastattelija ja haastateltava keskustelevat tietyistä aiheista, mutta kaikkien haastateltavien kanssa ei käydä läpi kaikkia teemoja. (Eskola & Suoranta 1998, 84-85.)

3.2 Arvonmääritysprosessi

Yrityksen arvon lähtökohdiksi tarvitaan strategisen analyysin tekemistä, tilinpäätösanalyysin tulkitsemista sekä tulevan kehityksen analysointia. Näitä kolmea

vaihetta kutsutaan arvonmäärittämisprosessiksi. Yrityksen arvoon vaikuttaa yritys itsessään sekä ympäröivän yhteiskunnan kehitys. Jotta kokonaisvaltainen analyysi eli strateginen analyysi voidaan tehdä, niin vaatii se tietämystä toimialasta, jolla yritys toimii sekä yrityksen aseman markkinoilla. Tilinpäätösanalyysistä saadaan lisää tietoa yrityksen historiallisesta kehityksestä sekä nykytilanteesta. Yrityksen arvon määrittämisen lähtökohdista keskeisin paino muodostuu kuitenkin tulevaisuuden odotuksista sekä tulevan kehityksen ennakoinnista. (Kallunki & Niemelä 2004, 23-24.)

3.3 Strateginen analyysi

Strategisen analyysin tavoitteena on saada selville yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. Analyysi ei painotu numeraalisiin lukuihin vaan pyrkii selvittämään esimerkiksi yrityksen asemaa markkinoilla. Analyysin avulla saadaan selville yrityksen voittoja ja kassavirtoja määräävät tekijät. Strategisessa analyysissä tulee ottaa huomioon myös yrityksen keskeiset riskitekijät. (Kallunki & Niemelä 2004, 24-25)

Strateginen analyysi jaetaan kahteen osaan, sisäiseen ja ulkoiseen. Sisäisen analyysin avulla pyritään selvittämään muun muassa tuotteiden hinnoitteluun, osaamiseen, tuotantoprosessiin ja henkilöstöön liittyvät tekijät, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestymiseen ja sitä kautta arvoon. (Kallunki & Niemelä 2004, 25.)

Ulkoisessa analyysissä tarkastellaan vastaavasti kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen- ja teknologisen kehityksen sekä muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen menestymiseen ja arvoon. Maailman- ja kansantaloudellinen tilanne, yrityksen toimialan muutokset ja kilpailun senhetkinen tilanne ovat tarkastelussa ulkoisessa analyysissä. (Kallunki & Niemelä 2004, 25-29.)

3.4 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätöstietojen analysoinnilla on tärkeä rooli yrityksen arvoa määritettäessä. Tilinpäätösanalyysillä pyritään arvioimaan yrityksen kannattavuutta, taloudellista tilaa sekä rahoitus- ja varallisuusasemaa. Yrityksen julkaisema tilinpäätös tulee oikaista

vastaamaan yrityksen todellista taloudellista tilaa, jotta tilinpäätöstiedot olisivat vertailukelpoisia muiden yritysten kanssa. (Kallunki & Niemelä 2004, 30-31.)

Tunnuslukuja käytetään yrityksen toimintaedellytyksiä mitattaessa. Tärkeimmiksi taloudellisiksi toimintaedellytyksiksi on määritetty kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius. Seuraavissa luvuissa näitä käsitellään tarkemmin. (Balance Consulting 2014)

3.4.1 Kannattavuus

Yrityksen tärkeimpänä toimintaedellytyksenä pidetään kannattavuutta. Yrityksen kannattavuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä tehdä liiketoiminnalla enemmän tuloja kuin toiminnasta syntyy menoja. Tuloslaskelmassa kannattavuutta kuvataan liikevoitolla ja tilikauden voitolla. Yrityksen kannattavuuden ollessa heikko, seurauksena yrityksen liiketoiminnallinen elinkaari voi jäädä lyhyeksi. (Balance Consulting 2014; Kallunki, Lantto & Sahlström 2008, 125.; Kallunki & Kytönen 2002, 74.)

Kannattavuutta voidaan mitata, kun tilikauden tulot jaetaan liiketoimintaan sidotulla pääomalla. Tämä mahdollistaa erikokoisten yritysten kannattavuuden vertailemisen. Kannattavuutta arvioidessa otetaan huomioon, onko mennyt tilikausi ollut poikkeuksellisen hyvä tai huono. Poikkeuksellisen hyvä tai huono taloudellinen suhdenne saattaa vääristää pitkänajan kannattavuuden ennustetta. (Kallunki ym. 2008, 125-126.; Kallunki & Kytönen 2002, 74.)

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti on yksi tärkeimmistä tilinpäätösanalyysin tuottamista tunnusluvuista. Sijoitetun pääoman tuotto prosentti (Return On Investment) kuvaa yrityksen säännöllisen liiketoiminnan tuottoa suhteessa tuottoa vaativaan pääomaan. Tuottoa vaativa pääomaa ovat oma pääoma sekä korollinen vieras pääoma. Sijoitetun pääoman tuotto prosentti lasketaan seuraavasti (Kaava 1). (Balance Consulting 2014; Kallunki & Kytönen 2002, 74-75.)

Kaava 1 Sijoitetun pääoman tuotto -% (Kallunki & Kytönen 2002, 75.)

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto} - \% = \frac{\text{Nettotulos} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot}}{\text{Sijoitettu pääoma (Keskiarvo)}}$$

Sijoitetun pääoman tuottoprosentin ollessa 10 - 15 % luokkaa voidaan sanoa, että tulos on hyvä. Erinomainen tulos on silloin, kun sijoitetun pääoman tuottoprosentti on yli 15 %. Vastaavasti tuottoprosentin ollessa alle 10 %, silloin tulos on tyydyttävä. Alle 3 % tuottoprosentti on heikko (Balance Consulting 2014).

Toinen tärkeä kannattavuuden tunnusluku on liikevoittoprosentti, joka kuvaa sitä, kuinka monta prosenttia yrityksen liikevaihdosta jää voitoksi, kun siitä on vähennetty liiketoiminnan operatiiviset kulut, mutta ei korkoja, veroja eikä satunnaisia eriä.

Liikevoittoprosentti lasketaan jakamalla liikevoitto liikevaihdolla. Alla olevassa kaavassa (Kaava 2.) on kerrottu, kuinka liikevoittoprosentti lasketaan. (Kallunki ym. 2008, 126 – 127.)

Kaava 2. Liikevoittoprosentti (Kallunki ym. 2008, 127.)

$$\text{Liikevoittoprosentti} = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Liikevaihto} + \text{liiketoiminnan muut tuotot}}$$

3.4.2 Maksuvalmius

Maksuvalmius kuvaa yrityksen kykyä selviytyä tulevista laskuista sekä liiketoiminnan jokapäiväisistä kuluista. Maksuvalmiuden eli likviditeetin ollessa korkea, yritys kykenee suoriutumaan lyhyenajan menoista kertyneillä kassavaroilla ja muuttamaan nopeasti omaisuutta rahaksi. Alhainen likviditeettitaso johtaa mahdollisten käteisalennusten käyttämättä jättämiseen, laskujen eräpäivien ylityksiin ja viivästyskorkokuluihin. Korkean likviditeetin etuna on se, että yrityksen ei tarvitse turvautua kalliiseen

lyhyenajan rahoitukseen. Mikäli yrityksen likviditeetti on liian korkea, silloin yrityksen omaisuutta on sidottu liikaa huonosti tuottavaan käteiskassaan. (Kallunki & Kytönen 2002, 84.; Kallunki ym. 2008, 153-154.)

Yrityksen maksuvalmiutta kuvataan esimerkiksi nettokäyttöpääomaprocentilla, quick ratiolla ja current ratiolla. Nettokäyttöpääomaprocentti kuvaa, kuinka suuri osa yrityksen vaihto- ja rahoitusomaisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla ja vieraalla korollisella pääomalla. Nettokäyttöpääoma lasketaan alla olevan kaavan (Kaava 3.) perusteella.

(Kallunki & Kytönen 2002, 85.)

Kaava 3. Nettokäyttöpääomaprocentti (Kallunki & Kytönen 2002, 85.)

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

Quick ratio ja current ratio kuvaavat sitä, kuinka suuren osan lyhytaikaisista maksuista yritys pystyisi maksamaan, jos yrityksen toiminta loppuisi. Quick ratiossa on osoittajana rahoitusomaisuus ja nimittäjänä lyhytaikainen vieras pääoma eli lyhytaikaiset velat vähennettynä saaduilla ennakoilla. Rahoitusomaisuuteen kuuluvat pääsääntöisesti myyntisaamiset sekä raha- ja pankkisaamiset. Quick ratio mittaa yrityksen maksuvalmiutta tiukimmin, koska se ottaa huomioon vain rahoitusomaisuuden. Quick ratio mittaa yrityksen likvidiksi ainoastaan rahoitusomaisuuden, jättäen vaihto-omaisuuden huomioimatta. Tämä johtuu siitä, että yrityksen vaihto-omaisuuden todellinen markkina-arvo ei välttämättä vastaa kirjanpidollista-arvoa. (Kallunki ym. 2008, 156-157.)

Yritystutkimuslaitoksen mukaan, kun quick ration on 1, niin silloin yrityksen rahoitusomaisuus kattaa lyhytaikaisten velkojen määrän. Yrityksellä on silloin varaa maksaa lyhyenajan laskut. Luvun laskiessa alle yhden, niin silloin yrityksen maksukyky selviytyä lyhytaikaisista veloista heikkenee. Vastaavasti liian korkea quick ratio, joka on yli 3 tarkoittaa sitä, että yritys ei investoi mahdollista kertyvää rahoitusomaisuutta, jonka

seurauksesta yrityksen tulevaisuuden kehitys saattaa heikentyä. (Balance Consulting 2014)

Current ratio mittaa yrityksen maksuvalmiutta laajemmin kuin quick ratio, koska se ottaa huomioon rahoitusomaisuuden lisäksi myös vaihto-omaisuuden. Osoittajana current ratiossa on siis vaihto-omaisuus lisättynä rahoitusomaisuuteen. Nimittäjänä vastaavasti on lyhytaikainen vieras pääoma eli lyhytaikaiset velat. (Kallunki ym. 2008, 159-160.) Quick ratio tarkastelee yrityksen maksuvalmiutta pidemmälle kuin quick ratio. Current ration ollessa kaksi, niin silloin yritys pystyy suoriutumaan lyhyt- sekä pitkäaikaisista veloistaan. Arvon laskiessa maksuvalmius heikkenee samalla tavalla kuin quick ratiossakin. Liian korkea current ratio kertoo sen, että yritys ei hyödynnä kertynyttä omaisuutta esimerkiksi investointien muodossa. (Balance Consulting 2014)

Yritystutkimuslaitoksen mukaan hyvä current ration arvo on 2-2.5. Quick ratiossa vastaava hyvä arvo on 1-1.5. Allaolevissa kaavoissa (Kaava 4 ja 5) lasketaan quick ratio ja current ratio. (Kallunki & Kytönen 2002, 86-88; Kallunki ym. 2008, 156-160.)

Kaava 4. Quick ratio (Kallunki ym. 2008, 156.)

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{Saadut ennakot}}$$

Kaava 5. Current ratio (Kallunki ym. 2008, 159.)

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

3.4.3 Vakavaraisuus

Vakavaraisuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä suoriutua laskuista ja muista kuluista pitkällä aikavälillä. Vakavaraisuutta pidetään eräänlaisena puskurina heikoille taloudellisille ajoille. Vakavaraisella yrityksellä vieraan pääoman osuus koko pääomasta ei ole liian suuri. Etu alhaisen vieraan pääoman osuudesta koko pääomassa korostuu heikkoina talouden aikoina, koska vieraan pääoman korkokulut kasvavat, jonka seurauksena yritys voi joutua kriisiin. (Kallunki ym. 2008, 142.; Kallunki & Kytönen 2002, 80.)

Vakavaraisuutta mitataan erilaisilla tunnusluvuilla, jotka ovat omavaraisuusaste sekä suhteellinen velkaantumisaste. Omavaraisuusaste on yleisesti käytetty tunnusluku, joka mittaa oman pääoman suhdetta taseen loppusummaan. Seuraavassa kaavassa lasketaan omavaraisuusaste (Kaava 6). (Kallunki, ym. 2008, 147.)

Kaava 6. Omavaraisuusaste (Kallunki ym. 2008, 147.)

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen loppusumma} - \text{Saadut ennakot}}$$

Omavaraisuusaste kertoo, kuinka suuri osa taseen loppusummasta on rahoitettu omalla pääomalla. Yleisesti tunnusluku ilmoitetaan aina prosenttilukuna. Yli 40 % omavaraisuusaste on tulokseltaan hyvä, 20 - 40 % on tyydyttävä ja alle 20 % heikko. (Kallunki ym. 2008, 147.)

Toinen tärkeä tunnusluku on suhteellinen velkaantuneisuus, joka mittaa vieraan pääoma suhdetta liikevaihtoon. Tunnusluvun tarkoituksena on kertoa, kuinka paljon yrityksellä on vierasta pääomaa suhteessa sen liiketoiminnan volyyymiin. Suhteellinen velkaantuneisuus on riippuvainen siitä, kuinka pääomavaltainen toimiala on. Toimialan ollessa pääomavaltainen, yrityksellä on keskimääräistä enemmän vierasta pääomaa

suhteessa liikevaihtoon. Alla olevassa kaavassa (Kaava 7) lasketaan suhteellinen velkaantumisaste. (Kallunki ym. 2008, 151.)

Kaava 7. Suhteellinen velkaantuneisuus (Kallunki ym. 2008, 151.)

$$\text{Suhteellinen velkaantuneisuus} = \frac{\text{Taseen velat} - \text{Saadut ennakot}}{\text{Liikevaihto}}$$

Suhteellista velkaantumisastetta kuvataan prosenttilukuna.

Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvojen mukaan alle 40 % velkaantuneisuus on hyvä, 40 - 60 % on tyydyttävä ja yli 80 % on heikko. (Kallunki ym. 2008, 151.)

3.5 Tulevaisuuden arviointi

Arvonmäärityksen lähtökohtana on yrityksen taloudellinen menestys tulevaisuudessa, joten tulevaisuuden kehityksen arviointi muodostaa tärkeän roolin arvon määrittämisessä. Tulevaisuuden arviointi voi perustua yrityksen omiin arvioihin ja ennusteisiin tulevasta. Ennusteet voivat olla arvioita tulevasta myynnistä, tuloskehityksestä ja rahoituksellisesta tilanteesta. Monesti arvonmääritys joudutaan tekemään yrityksen ulkopuolisen tiedon varassa, koska yrityksen sisäiset ei-julkiset tiedot esimerkiksi tuloskehityksestä eivät ole saatavilla. Tietoa yrityksen ulkopuolelta voidaan hakea esimerkiksi tilipäätöksistä, vuosikertomuksen muusta informaatiosta, julkaistuista toimiala-analyyseistä ja kansantalouden tilaa koskevista ennusteista. (Kallunki & Niemelä 2004, 31-32.)

Copeland, Koller & Murrin (1996, 208.) ovat kehittäneet yrityksen tulevan kehityksen arviointiin neljä vaihetta. Vaiheet ovat yrityksen strategisen aseman arviointi, toiminnan suunnittelu strategisen toiminnan pohjalta, ennusteiden tekeminen tuloslaskelmasta ja taseesta, tunnuslukujen laskeminen ja suunnitelman tarkastaminen. (Copeland, Koller & Mullerin 1996, 208-209.)

Strategisen aseman arvioinnissa tunnistetaan yrityksen menestymiseen vaikuttavat tekijät. Tekijöitä ovat esimerkiksi markkinoiden koko ja niiden tuleva kasvu, yrityksen asema markkinoilla sekä yritysjohton tekemät strategiset päätökset. Kun yrityksen menestys kasvaa, niin samalla myös yrityksen arvon oletetaan kasvavan. (Copeland ym. 1996, 209.)

Tulevan kehityksen arvioimisessa ennustekaudelle laaditaan yksityiskohtaiset tulos- ja taselaskelmat, joiden perusteella laaditaan eri arvonmäärittämissä käytettävät laskelmat sekä muut arvonmäärittämissä tarvittavat muuttujat. Tärkeää on se, että tulos- ja taselaskelmat tulee laatia samaan aikaan ja niiden kehitys tulee olla sidottuina keskenään. Kysynnän kehityksen arviointi on ensimmäinen vaihe, josta tuloslaskelmaennusteen tekeminen alkaa. Kysynnän kehityksestä laaditaan myyntiennusteet, joista tehdään liikevaihdon ennuste. Liikevaihdosta saadaan määritettyä liiketoimintaan kohdistuvat kustannukset ja käyttöpääoman tarve. (Copeland ym. 1996, 217.)

4 Pääoman tuottovaatimus

Jokaisessa yrityksessä on jonkinlaista omaisuutta. Yrityksen liiketoimintaan hankittu omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla. Pääoman tuottovaatimus on keskeinen muuttuja yrityksen arvoa määrittäessä, koska pienetkin virheet pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä vaikuttavat lopulliseen arvonmääritysmallien antamaan kuvaan yrityksen arvosta. Pääoman tuottovaatimusta kutsutaan myös nimellä pääoman kustannus. Seuraavassa luvussa käsitellään tarkemmin, kuinka oman pääoman, vieraan pääoman ja koko pääoman tuottovaatimukset lasketaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 127-128.)

4.1 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on paljon haasteellisempaa kuin vieraan pääoman tuottovaatimuksen, koska omalle pääomalle maksettava osinko on vain osa sijoittajan vaatimasta tuotosta. Tuottovaatimus perustuu yrityksen menestymiseen liittyviin tuotto-odotuksiin. Näihin odotuksiin on otettu huomioon ennakoiva riski. (Kallunki & Niemelä 2004, 133.)

Oman pääoman tuottovaatimus tarkoittaa osakkeenomistajien vaatimaa tuottoa sijoitukselleen. Sharpe (1964, 436-437.) mukaan oman pääoman tuotto-odotuksen ja riskin riippuvuus on lineaarista, ja niiden välillä vallitsee tasapaino. Yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen suuruuteen vaikuttaa aina sijoitukseen kohdistuva riski. Mitä suurempi riski sijoitukseen kohdistuu, sitä suuremman tuottovaatimuksen sijoittaja haluaa. Oman pääoman sijoittajat eivät saa sijoitukselleensa ennalta sovittua tuottoa, kun taas vieraan pääoman sijoittajat saavat korkotuottoja. Oma pääoma ehtoinen sijoitus annetaan yritykselle yleensä ilman määräaikaa, ja mahdollisessa konkurssi tilanteessa oman pääoman sijoittaja on varojen saamisissa viimeisenä. (Kallunki & Niemelä 2004, 133-134.)

Yrityksien oman pääoman tuottovaatimukset vaihtelevat myös niiden riskisyyden perusteella. Riskisyyteen vaikuttavat esimerkiksi rahoitus- ja liikeriski. Yrityksen, joilla on korkea riski, niin oman pääoman tuottovaatimus on silloin korkea. Vastaavasti matalan riskin yrityksillä tuottovaatimus on alhainen. (Kallunki & Niemelä 2004, 134.)

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen on kehitty malli, joka tunnetaan nimellä Capital Asset Pricing- malli (CAPM). Mallin kehittivät Sharpe (1963.1964), Lintner (1965) ja Moss (1966). Mallin avulla voidaan arvioida sijoituskohteen tuoton ja riskin riippuvuutta. Alla olevasta kaavasta (Kaava 8) nähdään mistä muuttujista malli koostuu ja miten tuottovaatimus lasketaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 134.)

Kaava 8. Capital Asset Pricing- malli (Nordnet 2014.)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f), j$$

jossa,

$E(R)$ = tuottovaatimus

R_f = riskitön korkotuotto

β = Beta-kerroin

$E(R_m)$ = Markkinaportfolion odotettu tuotto

$(E(R_m) - R_f)$ = markkinoiden riskipremio, minkä sijoittajat vaativat

Mallin mukaan tuottovaatimus koostuu riskittömästä ja riskillisestä tuotosta.

Riskittömällä tuotolla tarkoitetaan tuottoa, jonka sijoittajat saavat sijoittaessaan riskittömiin osakkeisiin. Riskittömänä tuottona pidetään Suomen valtion pitkäaikaisista oblikaatioista saatavaa tuottoa. Mallissa riskitön tuotto on R_f . (Kallunki & Niemelä 2004, 134-135.)

Termillä $(E(R_m) - R_f)$ tarkoitetaan riskipremiota eli riskittömän tuoton ylittävää osaa markkinaportfolion tuotosta. Markkinaportfolio $E(R_m)$ tarkoittaa kaikki sijoituskohteet sisältävää yleisindeksin tuottoa. Riskipremio saadaan laskettua, kun markkina-

portfolion tuotosta vähennetään riskitön tuotto. Riskipreemiota kutsutaan myös riskilisäksi, markkinapreemioksi sekä markkinahinnan riskiksi. Riskittömänä korkotuottona käytetään yleensä Suomen valtion 10 vuoden joukkovelkakirjalainan korkoa. Suomen Pankin tilastojen mukaan vuoden 2013 joukkovelkakirjalainan korko on 1,86 %. (Kallunki & Niemelä 2004, 135.; Salmi 2006, 245.; Suomen Pankki 2014.)

Beeta-kerroin kuvastaa, kuinka voimakkaasti osakkeen hinta vaihtelee yhdessä markkinoiden kanssa eli miten suuri on systemaattinen riski. Systemaattinen riski tarkoittaa riskiä, jota ei voida poistaa hajauttamalla. Beeta-kertoimen ollessa yksi, silloin osakkeen ja markkinoiden riskisyydet ovat yhtä suuret ja osakkeen hinta nousee samassa suhteessa markkinoiden kanssa. Vastaavasti beeta-kertoimen ollessa alle yksi, on osake vähemmän riskisempi kuin markkinoilla keskimäärin. Alle yhden beetalla osakkeen hinta reagoi hitaammin markkinoiden muutoksiin. Beeta-kertoimen ollessa kaksi, silloin osakkeen riskisyys on suurempi kuin markkinat keskimäärin. Osakkeen hinta reagoi tällöin voimakkaasti markkinoiden muutoksiin. (Kallunki & Niemelä 2004, 135-136.; Pörssisäätiö 2014.)

Beeta-kertoimesta on olemaassa kahta eri muotoa. Markkinabeetaa käytetään pörssiyrityksissä oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen. Pörssiyrityksissä beeta-kerroin määritetään yleensä, kuinka niiden lyhyen aikavälin osaketuotot heilahtelevat suhteessa markkinaindeksiin heilahteluihin. Markkinabeetan käyttö ei kuitenkaan ole mahdollista pörssinoteeraamattomissa yrityksissä, koska yrityksen osakkeita ei noteerata osakemarkkinoilla. Jotta listaamattoman yrityksen beeta saadaan selville, joudutaan analysoimaan yrityksen toimintaan liittyviä riskejä. Riskejä ovat liikeriski, operatiivinen velkaantuneisuus ja rahoituksellinen velkaantuneisuus. Näitä kolmea osa-aluetta tutkimalla tilinpäätöksestä, saadaan selville listaamattoman yrityksen tilinpäätösbeeta. Seuraavaksi käsitellään yrityksen toimintaan kohdistuvia riskejä. (Kallunki & Niemelä 2004, 147, 154 -156, 158.; Balance arvo 2014.)

Liikeriskillä tarkoitetaan yrityksen tuottamien tuotteiden ja palveluiden kysynnän vaihtelusta aiheutuvaa liiketoiminnan riskiä. Suuren liikeriskin omaavilla yrityksillä

tuotteiden ja palveluiden kysyntä vaihtelee voimakkaasti suhdanteiden mukaan. Tämän seurauksena yrityksen liikevaihto ja tuotto heilahtelevat voimakkaasti. Vastaavasti alhaisen liikeriskin omaavalla yrityksellä heilahtelut ovat pienemmät. Liikeriski on luonteeltaan toimialakohtainen. Liikeriski lasketaan allaolevan kaavan (Kaava 9) mukaisesti.

(Kallunki & Niemelä 2004, 139.)

Kaava 9. Liikeriski (Kallunki & Niemelä 2004, 13.)

$$\text{Liikeriski} = \text{liikevoiton variaatiokerroin} = \frac{\text{liikevoiton keskihajonta}}{\text{liikevoiton keskiarvo}}$$

Toinen osa-alue liiketoimintariskien määrittämisessä on rahoituksen velkaantuminen, joka tarkoittaa yrityksen oman ja vieraan pääoman suhdetta. Mitä suurempi osuus yrityksen koko pääomasta on vierasta pääomaa eli velkaa, sitä suuremmat ovat kertyvät lainanhoitokulut, jotka maksetaan kertyneestä voitosta tai tappiollisuudesta huolimatta. Kun velan osuus lisääntyy, niin silloin alkavat sijoittajat vaatia korkeampaa tuottovaatimusta pääomalle. Rahoituksen velkaantumista voidaan arvioida omavaraisuusasteen ja suhteellisen velkaantuneisuusateen perusteella. Nämä molemmat arviointimenetelmät ovat kerrottuna kohdassa 3.2.3, jossa käsiteltiin vakavaraisuutta.

(Kallunki & Niemelä 2004, 160-167.)

Operatiivisella velkaisuudella tarkoitetaan kiinteiden ja muuttuvien kustannuksien suhdetta kokonaiskustannuksiin tai liikevaihtoon. Muuttuvat kustannukset ovat kustannuksia, jotka kasvavat tuotannon kasvaessa eli se on riippuvainen volyyymista (Alhola & Lauslahti 2000, 55.) Muuttuvia kustannuksia voivat olla esimerkiksi raaka-aineet. Kiinteät kustannukset tarkoittavat kuluja, jotka pysyvät liiketoiminnassa samana. Ne eivät ole sidonnaisia volyyymiin. Kiinteitä kustannuksia ovat esimerkiksi vuokratulot. (Kallunki & Niemelä 2004, 168.)

Operatiivista velkaisuutta kutsutaan kustannusrakenteeksi. Kiinteillä kustannuksilla on samanlainen vaikutus yrityksen kannattavuuteen kuin velan korkomaksuilla. Korkea operatiivinen velkaisuus lisää osakkeen riskiä, jolloin myös tuottovaatimus kasvaa. Mitä suurempi osa yrityksellä on kiinteitä kustannuksia, sitä herkemmin yrityksen tulos reagoi liikevaihdon muutoksiin. (Kallunki & Niemelä 2004 168-169.)

Operatiivinen velkaisuus lasketaan suhteuttamalla bruttoinvestoinnit liikevaihtoon (Kaava 10.). Operatiivinen velkaisuus on sidoksissa yrityksen toimialaan, koska saman alan yrityksillä on hyvin samanlainen kiinteiden ja muuttuvien kustannuksien suhde liiketoiminnan samanlaisuuden vuoksi. (Kallunki & Niemelä 2004, 170-171.)

Kaava 10. Operatiivinen velkaisuus (Kallunki & Niemelä 2004, 16.)

$$\text{Operatiivinen velkaisuus} = \frac{\text{bruttoinvestoinnit}}{\text{liikevaihto}}$$

Listamattoman yrityksen beeta-eli riskikerroin voidaan määrittää tilipäätosperusteisesti riskiä kuvaavien tunnuslukujen avulla. Tunnuslukujen käyttö vaatii kuitenkin aluksi niiden muuttamisen osittaisbeetoiksi. Osittaisbeetojen vaihteluväli on 0,5 - 2,20, joka muodostuu 11 000 pk-yrityksen käsittävään otokseen. Otoksessa keskimääräinen osittaisbeeta on yksi. (Balance arvo 2014.)

Kokonaisbeeta lasketaan painotettuna keskiarvona osittaisbeetan arvoista. Mikäli laskennassa käytetään esimerkiksi liikeriskiä ja rahoitusriskiä, niin silloin liikeriskin painokertoimeksi tulee 50 %. Rahoitusriski jakautuu vastaavasti omavaraisuuteen 25 % ja nettovelkaantuneisuuteen 25 %. (Balance arvo 2014.) Yleensä pienten- ja keskisuurten yritysten liiketoiminnan riskisyys on korkeampi kuin suuryrityksillä. Tästä johtuen tuottovaarimukseen lisätään epälikvidisyyspremio, joka tulee liikevaihtoperusteisesti 0,5 -6,0 prosenttiyksikköä liikevaihdon alittaessa 100 miljoonaa. Mikäli yrityksen henkilöstön määrä alittaa 20 henkeä, niin premio on aina 2,5 % korkeampi. (Balance arvo 2014.)

4.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Yrityksen vieraan pääoman rahoitus tapahtuu joko pankkilainan avulla tai pitkäaikaisena joukkovelkakirjalainana. Pankkilaina on lyhyt- tai pitkäaikaista sekä korkoehdoiltaan vaihtelevaa tai kiinteää. Vieraan pääoman tuottovaatimus eli vieraan pääoman kustannus on paljon helpompi määrittää kuin oman pääoman tuottovaatimus, koska se on välittömästi havaittavissa ja yritykselle konkreettinen kustannus. Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka vieraan pääoman sijoittajat vaativat tuotoille. Tuottovaatimus lasketaan joko olemassa olevan vieraan pääoman keskikorkona tai uusien lainojen keskikorkona. (Kallunki & Niemelä 2004, 130-131.)

4.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Kun oman- ja vieraan pääoman tuottovaatimukset on laskettu, niin seuraavaksi muodostetaan koko pääoman tuottovaatimus. Oman pääoman ja vieraan pääoman sijoittajat asettavat erilaiset tuottovaatimukset erilaisten riskien vuoksi. Tästä syystä koko pääoman tuottovaatimus lasketaan oman pääoman ja vieraan pääoman painotettuna keskiarvona. Painokertoimina käytetään oman ja vieraan pääoman osuuksia koko pääomasta. Van Hornen (Van Horne 1995, 224-225.) ja Kallungin ja Niemelän (2004, 176.) mukaan pääomalajien painokertoimia laskiessa tulisi laskentaperusteena olla oman ja vieraan pääoman markkina-arvot, koska kirjanpidolliset arvot eivät kuvaa niiden todellista arvoa. Haasteeksi muodostuu kuitenkin se, että markkina-arvot voidaan määrittää vain pörssiyrityksistä. Muiden yritysten osalta joudutaan käyttämään kirjanpidollista arvoa. (Kallunki & Niemelä 2004, 175.)

Koko pääoman tuottovaatimuksen eli koko pääoman keskimääräisen painotetun kustannuksen laskentakaavana käytetään Modiglianin ja Millerin kehittämää Weighter Average Cost of Capital- mallia, joka tunnetaan lyhenteellä WACC. Alla olevassa kaavassa (Kaava 11.) on kerrottu tarkemmin kaavan sisältö (Kallunki & Niemelä 2004, 177.)

Kaava 11. Koko pääoman tuottovaatimus

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

missä,

E = Yrityksen oman pääoman markkina-arvo

D = Yrityksen vieraan pääoman markkina-arvo

V = Yrityksen koko pääoman markkina-arvo

Re = Oman pääoman tuottovaatimus/kustannus

Rd = Vieraan pääoman tuottovaatimus/kustannus

Tc = Yritysveroprosentti

Yrityksen oma pääoma suhteutetaan kokonaispääomaan ja kerrotaan oman pääoman tuottovaatimuksella. Samalla tavalla lasketaan myös vieras pääoma, mutta siinä otetaan huomioon yrityksen veroprosentti. (Knüpfer & Puttonen 2007, 182.)

5 Arvonmääritysmallit

Kun yrityksen arvonmääritykseen liittyvät lähtökohdat sekä tuottovaatimukset on selvitetty, on aika siirtyä tarkastelemaan arvonmäärittämistä. Yksinkertainen tapa tarkastella yrityksen arvoa, on määrittää omaisuuden arvo. Omaisuuden arvo voidaan määrittää joko kirjanpidolliseen tai omaisuuden todennäköisen myyntihinnan perusteella. Tilinpäätöksestä saadut omaisuuden arvot aiheuttavat kuitenkin haasteita arvonmääritykselle, koska ne eivät kuvaa omaisuuden todellista arvoa. Arvonmääritys yrityksen omaisuuden arvolla ei myöskään ota huomioon tulevia kassavirtoja, jotka saadaan yrityksen liiketoiminnasta. Omaisuudenarvomalli ottaa huomioon vain omaisuuden tämän hetkisen arvon. (Kallunki & Niemelä 2004, 32-33.)

Omaisuuden arvon laskemisen sijaan huomattavasti parempi keino arvioida yrityksen arvoa on selvittää yritykseen sijoitetun pääoman taloudellisen arvon määrittäminen. Taloudellisen oman pääoman selvittäminen ottaa huomioon tulevaisuuden menestymisen arvioimalla yrityksen tulevaisuuden tuloskehityksen arvoa oman pääoman arvoon. Näin saadaan määritettyä yrityksen arvo, joka perustuu yrityksen oman pääoman tasearvojen lisäksi liiketoiminnan odotettuun kannattavuuteen. Yleisimmin käytetyt arvonmääritysmallit ovat nykyarvomalleja eli oman pääoman arvo on eri ajanhetkinä saatavien rahamäärien nykyarvo. (Kallunki & Niemelä 2004, 33-34.)

Arvonmääritykseen on kehitetty arvonmääritysmalleja, jotka helpottavat yrityksen arvon määrittämistä. Mallit perustuvat osakkeenomistajien saamien kassavirtojen ja tuottojen nykyarvon laskemiseen, jossa otetaan huomioon rahan aika-arvo. Pääoman tuottovaatimuksen eli diskonttauskoron määrittäminen tapahtuu jokaisessa mallissa samalla tavalla. Yleisimmin käytettyjä arvonmääritysmalleja ovat substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaankassavirran malli sekä lisäarvomalli. Malleista kolme viimeisintä ovat tuottoarvomalleja. Seuraavaksi käsitellään tarkemmin arvonmääritysmalleja, joista ensimmäisenä on substanssiarvo. (Kallunki & Niemelä 2004, 102-103.)

5.1 Substanssiarvo

Substanssiarvolla tarkoitetaan sitä rahamäärää, joka saataisiin, kun yrityksen liiketoiminta lopetettaisiin, tuotantotekijät myytäisiin ja velat maksettaisiin. Jäljelle jäävä arvo olisi substanssiarvo. Yrityksestä tulisi saada myyntihetkellä substanssiarvon verran rahaa riippumatta ostajasta. Substanssiarvoa pidetäänkin yrityksen vähimmäisarvona. Toimivan yrityksen arvo on yleensä korkeampi kuin substanssiarvo. Substanssiarvo määritetään yleensä viimeisimmän taselaskelman mukaan. (Leppiniemi 2006, 315-316.) Leppiniemen mukaan (1999, 15.) substanssiarvo ottaa huomioon vain yrityksen tämän hetkisen omaisuuden arviointihetken arvon, jättäen huomioimatta yrityksen tulevat kasvuodotukset.

Substanssiarvo määritetään siis varojen ja velkojen erotuksena. Määrittämisen onnistumiseksi tarvitaan laaja tuntemus yrityksen varojen todennäköisestä luovutushinnasta sekä kaikista veloista. Substanssiarvon määrittämiseen liittyy laajuus- ja arvostamisongelma. Laajuusongelmalla tarkoitetaan sitä, mikä kaikki yrityksen omaisuus otetaan huomioon substanssiarvoa määrittäessä. Substanssiarvoa määrittäessä tulee huomioida vain ne erät, jotka ovat välttämättömiä liiketoiminnassa. On mahdollista, että yrityksen taseessa on sellaisia eriä, joilla ei ole minkäänlaisia tekemistä tulonmuodostumisessa. Tällaiset erät tulee jättää pois substanssiarvoa määrittäessä. (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 317-318.; Rantanen 2013, 88.)

Arvostusongelma tarkoittaa vastaavasti tapaa arvostaa omaisuutta. Omaisuuden arvostamisessa on vaihtoehtoisia lähestymistapoja, kuten kirjanpidollinen arvo, jälleenhankinta-arvo, käypä arvo ja likvidaatioarvo. Substanssiarvoon vaikuttaa millä lähestymistavalla omaisuutta arvostetaan. (Virtanen 1976, 308-309.) Leppiniemen mukaan (Leppiniemi 2006, 318-319.) yrityksen velat ja pakolliset varaukset selviävät taseen vieraasta pääomasta. On kuitenkin mahdollista, että yrityksellä on laskennallista verovelkaa, joka laukeaa maksettavaksi, kun liiketoiminta lopetetaan. Yrityksellä voi olla myös muita velkoihin rinnastettavia kuluja, jotka saattavat langeta maksettaviksi. Velkoihin rinnastettavia kuluja voivat olla esimerkiksi ympäristövelvoitteet,

jälkiverotusriski ja oikeusriidat. Nämä kulut löytyvät yrityksen tilinpäätöksen liitetiedoista.

5.2 Osinkoperusteinen malli

Tuottoarvopohjaisista malleista ensimmäinen on osinkoperusteinen malli. Mallin mukaan osakkeen arvo on tulevaisuudessa jaettavien osinkojen nykyarvo. Mallissa osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta, koska oman pääoman sijoitukselle ei ole sovittua määräaika. Tulevien vuosien nykyhetkeen diskonttaamisessa käytetty korkokanta on oman pääoman tuottovaatimus. Alla olevassa kaavassa (Kaava 12.) on näytetty mallin rakenne. (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

Kaava 12. osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

$$P_0 = D_1 / (1+r) + D_2 / (1+r)^2 + D_3 / (1+r)^3 + D_4 / (1+r)^4$$

jossa

P_0 = Osakkeen arvo

D = Osingon arvo per osake vuoden lopussa

r = Korkokanta eli oman pääoman tuottovaatimus

Mikäli yrityksen jakamat osingot kasvavat tasaisesti joka vuosi, voidaan silloin käyttää Gordonin osinkoperusteista mallia (Kaava 13.). Malli on yksinkertaistettu versio alkuperäisestä.

Kaava 13. Gordonin malli (Leppiniemi 2006, 312.)

$$P_0 = D / (r - g)$$

jossa,

g = osingon odotettu kasvuprosentti

Gordonin mallissa osakkeen tämän hetkinen arvo saadaan jakamalla ensi vuoden odotetut osingot oman pääoman tuottovaatimuksen ja kasvuprosentin erotuksella. Gordonin mallia kutsutaan osinkojen kasvumalliksi. Gordonin malli haasteena on se, että malli toimii vain silloin, kun osinkojen kasvu on pienempi kuin tuottovaatimus. Haasteeksi muodostuu myös vaihteleva osinkojen jako. Joinakin vuosina osinkoa saatetaan jakaa enemmän kuin toisina vuosina. (Magginsson 1997, 192-195.)

Kallunki ja Niemelän (2004, 104-105.) mukaan osinkoperusteisen mallin haasteena on myös se, että yritykset jakavat vain osan tuloksestaan osinkoina osakkeenomistajille. Käytännön ongelmana on myös se, että osinkoennusteita on saatavilla vain 1 - 2 vuodelle. Mikäli ennusteet vaihtelevat, niin se vaikuttaa suoraan arvonmäärittäsmallista saatavaan yrityksen arvoon. Käytännön arvonmäärittäsovellutuksissa osinkoperusteinen malli on käyttökelpoinen, kun tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kuin on luotettavasti mahdollista, ja siitä eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. Alla olevassa kaavassa (Kaava 14.) on käyttökelpoinen osinkoperusteinen malli arvonmäärittäykseen.

Kaava 14. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2004, 105.)

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

jossa,

P_0 = osakkeen arvo

D_t = osingot vuonna t

g = osinkojen vuosittainen kasvuvauhti

t = vuosia (1,2,3,...,n)

r = korkokanta, oman pääoman tuottovaatimus

5.3 Vapaan kassavirran malli

Yrityksellä on mahdollisuus vaikuttaa sen omaan tulokseen, joka saattaa olla ongelmallista, mikäli yrityksen arvo on määritetty osinkoperusteisen mallin perusteella.

Tilinpäätöskäytännöillä, tulosjärjestelyillä sekä tulojen ja menojen jaksottamisella eri tilikausille aiheutetaan mahdollinen arvon vääristyminen, mikäli esimerkiksi yritysjohdolle maksetaan ylisuuria osinkoja. Osinkoperusteinen malli ei ota myöskään huomioon vieraan pääoman sijoittajan kassavirran tarkkailua. Näiden ongelmien ja haasteiden voittamiseksi on kehitetty kassavirtaperusteinen arvonmäärittämissä. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-108.)

Vapaan kassavirran mallin perusajatuksena on, että yrityksen arvo on sen kassavirtojen nykyarvo. Arvo määritetään mallissa koko pääomalle eli omalle pääomalle sekä vieraalle pääomalle. (Leppiniemi 2006, 319.) Kallunki ja Niemelän (2004, 108.) mukaan kassavirtaperusteisen mallin etuihin kuulu se, että sillä voidaan arvioida yrityksen tuloksen kasvua, taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. Mallin avulla voidaan keskittyä niihin tekijöihin, jotka vaikuttavat yrityksen tulokseen pitkällä aikavälillä. Kassavirtamallin etuna pidetään myös sitä, että tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet esimerkiksi tulojen, menojen ja poistojen jaksottamiset eivät vaikuta kassavirtoihin. (Kallunki & Niemelä 2004, 107.)

Vapaan kassavirran mallissa tulee tietää kaksi tekijää, jotta saadaan määritettyä yrityksen arvo. Nämä kaksi tekijää ovat vapaa kassavirta (Free Cash Flow) ja diskonttaus korko eli tuottovaatimus, joiden avulla diskontataan nykyarvo. (Leppiniemi 2006, 319.) Vapaan kassavirran malli perustuu tulevaisuuden arviointiin. Lähivuosina kassavirtojen arviointi perustuu mahdollisiin budjetteihin, kun taas tulevaisuuden kassavirrat oletuksiin ja arvioihin. Kasvuennusteille annetaan yleensä kasvukerroin, jonka mukaisesti kassavirran odotetaan kasvavan tulevaisuudessa. (Leppiniemi 2006, 319.) Diskonttauskorkona eli tuottovaatimuksena tulee käyttää kokonaispääoman tuottovaatimusta eli WACC. (Leppiniemi 1999, 28-29.) Alla olevassa kaavassa (Kaava 15.) selitetään vapaan kassavirran mallin rakenne.

Kaava 15. Vapaan kassavirran malli (Kallunki & Niemelä 2004, 115.)

$$P_0 = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{Dt(1+g)}{(r-g)}$$

jossa,

FCF = vapaa kassavirta

FCF_t = vapaa kassavirta vuonna t

g = kasvukerroin

t = vuosia (1,2,3,...,n)

r = diskonttauskorko eli WACC

Copelandin ym. (1996, 139.) teoksen mukaan vapaa kassavirta muodostuu operatiivisesta tuloksesta verojen jälkeen. Tähän tulokseen lisätään poistot, josta vähennetään käyttöpääomaan, kalustoon ja muuhun omaisuuteen liittyvät investoinnit. Seuraavassa taulukossa (Taulukko 1.) esitetään tarkemmin vapaan kassavirran laskumenetelmä.

Taulukko 1. Vapaa kassavirta (Kallunki & Niemelä 2004, 111.)

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

Vapaa kassavirtaa laskiessa, keskeisin tekijä on liikevoitto, joka otetaan suoraan tuloslaskelmasta. Liikevoitto kuvaa liiketoiminnan tulorahoitusta. Liikevoittoon lisätään osuus osakepääomasta. Jotta operatiivinen kassavirta saataisiin selville, niin liikevoitosta vähennetään verot täysinä veroina, joka tarkoittaa maksettujen nettoverojen ja verovelkojen yhteismuutosta. Operatiiviseen kassavirtaan lisätään poistot, koska ne eivät ole kassaperusteisia maksuja, jonka seurauksena saadaan yrityksen todellista kassavirtaa kuvaava bruttokassavirta. Bruttokassavirrasta vähennetään käyttöpääoman muutos ja bruttoinvestoinnit, josta saadaan vapaa operatiivinen kassavirta. (Kallunki & Niemelä 2004, 110-111.) Kallungin ja Niemelän (2004, 111.) mukaan käyttöpääoman muutos saadaan vähentämällä ostovelkojen lisäys vaihto-omaisuuden- ja myyntisaamisten lisäysten summasta. Bruttoinvestoinnit sisältävät käyttöomaisuusinvestoinnit, esimerkiksi rakennus-, kone-, ja käyttöomaisuusosakeinvestoinnit ja investoinnit aineettomiin oikeuksiin sekä aktivoituneet tutkimus- ja tuotekehitykseen. Lopullinen vapaa kassavirta saadaan, kun huomioidaan satunnaiset erät. (Kallunki & Niemelä 2004, 111-112.)

Leppiniemen (2006, 319-320.) mukaan vapaan kassavirran malli soveltuu hyvin yrityksille, joiden kassavirrat ja niiden kasvu on tasaista vuosittain. Mitä suurempia yksittäisiä investointeja yritys tekee, sitä haastavampaa on soveltaa mallia. Investoinnit vaikuttavat siten, että ne aiheuttavat kassavirtoihin heilahteluja. Leppiniemi mainitsee myös toiseksi ongelmaksi voimakkaasti kasvavat startup-yritykset sekä yritykset, jotka panostavat voimakkaasti tuotekehitykseen.

5.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmäärittäminen, jonka lähtökohdaksi on osinkoperusteinen malli, jota on kehitetty siten, että osinkojen sijasta käytetään voittoja. Lisäarvomalli kuvaa omistajille syntyvää lisäarvoa, joka syntyy yrityksen liiketoiminnasta. Mallin mukaan osakkeen arvo P0 muodostuu oman pääoman

kirjapidollisesta arvosta BV_0 ja tulevista voitoista ae_1 . Kaavassa 16 on kerrottu lisäarvomallin rakenne. (Kallunki & Niemelä 2004, 119.; Pöysti 2006, 27.)

Kaava 16. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2004, 119.)

$$P_0 = BV_0 + ae_1 / (1+r) + ae_2 / (1+r)^2 + ae_3 / (1+r)^3 + \dots$$

jossa,

P_0 = osakkeen arvo

BV_0 = oman pääoman kirjanpidollinen arvo

ae = tulevat lisävoitot

r = oman pääoman tuottovaatimus

Mallissa diskonttauskertoimena käytetään oman pääoman tuottovaatimusta. Yrityksen lisävoitto (ae) muodostuu voiton ja tuottovaatimuksen erotuksesta. Leppiniemen (2006, 232.) mukaan lisävoitto lasketaan seuraavasti. (Kaava 17.)

Kaava 17. Lisävoiton laskeminen

Yrityksen tulos- (oman pääoman tuottovaatimus * oma pääoma)

Lisävoitto mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään enemmän voittoa kuin sijoittajien tuottovaatimus on. Positiivinen lisävoitto mahdollistaa sen, että yritys pystyy tuottamaan toiminnallaan taloudellista lisäarvoa. Mikäli lisävoitto on negatiivinen, niin yritys ei pysty tuottamaan taloudellista lisäarvoa toiminnallaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 119.)

Lisäarvomallin etuna on ennustevirheen mahdollinen minimointi. Tämä johtuu laskutavasta, koska suurin osa lopputuloksesta muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta, kun diskontattava kassavirta muodostuu tuloksen ja vaaditun tuloksen erotuksesta. Tästä johtuu se, että tuloksen muutokset eivät heilauttele radikaalisti lopputulosta, kuten esimerkiksi vapaan kassavirranmallin. Mallin etuna on myös se, että malli ei ole herkkä pääomarakenteen muutokselle. (Kallunki & Niemelä 2004, 120.)

5.5 Goodwill-arvo ja badwill-arvo

Lähtökohtaisesti yrityksen arvo on aina sen tuottoarvo, mutta sen rinnalle lasketaan yleensä substanssiarvo. Yrityksen substanssiarvoa pidetäänkin niin sanottuna teurasarvona ja tuottoarvoa lypsyarvona. Tuottoarvo ja substanssiarvo toimivatkin pohjana, kun määritetään goodwill – ja badwillarvoja. (Leppiniemi 2006, 325.)

Kun tuottoarvo on substanssiarvoa suurempi, voidaan sanoa yrityksen arvon ylittävän siihen sitoutuneiden tuotantotekijöiden arvon. Tuottoarvon ja substanssiarvon erotusta kutsutaan goodwill-arvoksi. (Leppiniemi 2006, 325.) Goodwill-arvolla tarkoitetaan yrityksen aineetonta arvoa. Yrityksen aineetonta arvoa voivat olla esimerkiksi imago, henkilöstön osaaminen, olemassa olevat asiakassuhteet sekä luodut markkinakanavat. (Bradley & Myers 2003, 944-945.)

Vastaavasti mahdollista on myös se, että substanssiarvo on suurempi kuin tuottoarvo. Tässä tapauksessa ansaittaisiin paremmin, kun liiketoiminta lopetettaisiin ja tuotantotekijät myytäisiin. Mikäli substanssiarvo on suurempi kuin tuottoarvo, niin erotusta kutsutaan badwill-arvoksi. Badwill-arvo kuvaa sitä euromäärää, joka menetetään, jos toimintaa jatketaan nykyisellään. (Leppiniemi 2006, 325.)

6 Case-yrityksen arvonmäärittäminen

Tässä osuudessa aloitetaan case Yritys Oy:n arvonmäärittäminen. Arvonmäärittäminen etenee teoriassa käsiteltyjen asioiden pohjalta. Aluksi esitellään yrityksen arvonmäärittäminen lähtökohdat strategisen analyysin, tilinpäätösanalyysin ja tulevaisuuden ennustamisen kautta. Apuna näissä on käytetty haastattelua, joka käytiin yrityksen toimitusjohtajan kanssa 13.2.2014. Haastattelussa käytetyt kysymykset löytyvät osiosta liitteet (Liite 3.). Lähtökohdista jälkeen selvitetään pääoman tuottovaatimukset, jotta voitaisiin selvittää yrityksen arvo. Viimeisenä selvitetään yrityksen arvo neljän erilaisen arvonmäärittäminen mallin avulla, jonka jälkeen muodostetaan yhteenveto saaduista tuloksista. Yhteenvedossa arvioidaan tuloksia sekä opinnäytetyön prosessia sekä mikä saaduista tuloksista on relevantin.

6.1 Haastattelulomake

Strateginen analyysi suoritettiin haastatteluna toimitusjohtajalle. Haastattelun muotona käytettiin puolistrukturoitua haastattelua, jossa kysymykset on tehty valmiiksi, mutta vastausvaihtoehtoja ei ole annettu. Puolistrukturoitu haastattelu valittiin, koska sillä saatiin haastattelulle runko valmiiksi laadittujen kysymysten avulla. Avoin haastattelu olisi liian vapaamuotoinen, jonka seurauksena haastattelusta saatu aineisto ei täyttäisi sille asetettuja tavoitteita. Strukturoitu haastattelu on taas vastaavasti liian ennalta sovittu, jonka seurauksesta haastattelun luotettavuus laskee. Tuloksena on vääristynyt ja liian suppea aineisto.

Kyselylomake koostuu strategisesta analyysistä, joka on jaettu kahteen aihealueeseen, jotka ovat sisäinen- ja ulkoinen analyysi. Kaikki kysymykset ovat ennalta laadittuja ja muodostuvat strategisessa analyysissä käsiteltävistä kohdista. Lomakkeen ensimmäinen osio käsittelee yrityksen perustietoja. Sisäisen analyysin kysymykset toisessa osiossa käsittelevät tuotteita, hinnottelua, asiakkaita, rahoitusta ja investointeja. Kolmannessa osiossa kysymykset liittyvät ulkoiseen analyysiin. Kysymykset liittyvät kansantaloudellisiin asioihin, toimialan muutoksiin sekä kilpailuun. Viimeinen osio

käsittelee yrityksen tulevaisuuden arviointia. Kysymykset käsittelevät tulevaisuudessa tapahtuvaa kasvun ennustamista. Toimitusjohtajan haastattelulomake on nähtävillä liitteissä (Liite 3.).

6.2 Yritysesittely

Yritys Oy on Porvoossa vuonna 2009 perustettu osakeyhtiö. Yritys on Porvoon ja Loviisan alueella toimiva muste- ja lasertäyttöpalvelu, joka palvelee yksityisasiakkaita sekä yritysasiakkaita. Yrityksen toimiala on paperi- ja toimistotarvikkeiden vähittäismyynti. Yrityksellä on oma myymälä Porvoossa sekä omat internet-sivut, mutta yritys ei harjoita verkkokauppaa niiden avulla. Yritys auttaa asiakkaita henkilökohtaisesti. Toimitusjohtajan mukaan yritys tarjoaa kokonaisvaltaisen palvelun samankaton alta. Asiakkaan tullessa, asiakas saa tulostemusteet sekä niiden asennuksen. Yrityksessä työskentelee tällä hetkellä kaksi yrittäjää, joista molemmat ovat alan ammattilaisia. Yrityksellä ei ole ollut muuta henkilöstöä palveluksessa. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yrityksen toimiala on tilastokeskuksen ja asiakastiedon mukaan paperi- ja toimistotarvikkeiden vähittäiskauppa, jonka tunnus on G47621. Tähän toimialaan kuuluu koulu- ja toimistotarvikkeiden vähittäiskauppa. (Toimialaluokitus 2008, 27.2.2014.)

6.3 Strateginen analyysi

Tässä osuudessa käsitellään arvonmäärityksen lähtökohtia, joista ensimmäinen on strateginen analyysi. Strategisen analyysin tavoitteena on saada selville yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. Analyysi ei painotu numeraalisiin lukuihin vaan pyrkii selvittämään esimerkiksi yrityksen asemaa markkinoilla. Analyysin avulla saadaan selville yrityksen voittoja ja kassavirtoja määräävät tekijät. Strateginen analyysi jaetaan tässä osiossa vielä kahteen osaan, sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin.

6.4 Sisäinen analyysi

Tässä osuudessa käsitellään sisäistä analyysiä. Sisäisen analyysin avulla pyritään selvittämään muun muassa tuotteiden hinnoitteluun, osaamiseen, tuotantoprosessiin ja henkilöstöön liittyvät tekijät, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestymiseen ja sitä kautta arvoon.

Yrityksen palveluun kuuluvat muste- ja laserkasettien täyttö ja asiakkaiden auttaminen silloin, kun jokin ei toimi niinkuin sen tulisi toimia. Asiakas voi ostaa täyttöpalvelun, jolloin hän tuo vanhat kasetit uudelleen täytettäväksi, hankkia tarvikekasetin, joka on halvempi kuin alkuperäisen valmistajan kasetti tai ostaa alkuperäisen kasetin. Yritys tarjoaa patruunoiden ja tulostimien teknisen neuvonnan aina asiakkaalle kaupan päälle. Yrityksen tuotteet ja palvelut on suunnattu 50 % yksityisille asiakkaille ja 50 % yritysasiakkaille. Jatkossa tarkoitus on suunnata enemmän yritysasiakkaisiin. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Palveluvalikoima eroaa kilpailijoista siten, että vain harva täyttää mustekasetteja. Jyväskylän eteläpuolella varsinaisia täyttöpalveluita on vain muutamia. Yritys Oy eroaa palveluissa kilpailijoista siten, että heidän palveluunsa kuuluu musteiden täyttöpalvelu. Saman alan kilpailijat toimialueella myyvät tarvikekasetteja, joiden hinta on samaa luokkaa kuin Yritys Oy:lla, mutta kilpailijoilta ei saa asennuspalvelua. Täyttöpalvelu eroaa kilpailijoista myös siten, että kaseteilla ei ole toimitusaikaa, vaan asiakas saa kasetit heti mukaansa samantien. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yrityksen tuotteet ovat hinnoiteltu siten, että niissä on vähintään 50 % kate. Syynä tähän on, että toiminta pienemmällä katteella ei ole kannattavaa. Yrityksen täyttökasettien hinnat menevät aina netissä tarjottavien tarvikekasettien alapuolelle. Haasteena hinnoittelussa toimitusjohtaja näkee jatkuvan nettihintojen seuraamisen. Yrityksen tarkoitus on hinnoitella mustekasetit netissä tarjottavien vastaavien alapuolelle. Asiakaskunta koostuu kaikista ikäryhmistä, mutta enemmistönä toimitusjohtaja mainitsee ikääntyvät ihmiset. Ikääntyvät ihmiset haluavat konkreettisen palvelun

yrityksestä eivätkä halua asioida internetin kautta. Yritys on saanutkin asiakkailta paljon kiitosta ammattitaitoisesta henkilökunnasta. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yrityksen palveluprosessi alkaa siten, että asiakas saapuu sisälle liikkeeseen omat mustepatruunat mukanaan. Palvelun alkaessa kassalla asiakkaalta kysytään muutama tekninen kysymys, jolla varmistetaan, ettei asiakkaan tulostimelle aiheutuisi ongelmia esimerkiksi kirjoituspäiden kuivumista. Kysymysten jälkeen mustepatruunat otetaan vastaan ja täytetään noin 15 minuutin kuluessa paikanpäällä myymässä. Yrityksellä on omat täyttölaitteet ja niihin liittyvät musteet ja pulverit. Täytön jälkeen patruunat laitetaan pussiin ja annetaan asiakkaalle takaisin täytettyinä ja käyttövalmiina.

Asiakkaalle annetaan myös mahdollista opastusta mustepatruunoiden asentamiseen.

Alla olevassa kuviossa (Kuvio 1.) on palveluprosessi kuvion avulla. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Kuvio 1. Yrityksen palveluprosessi



Yritys tilaa 90 prosenttia kaikista musteraaka-aineista Englannissa ja Saksassa olevista suurtukuista. Saksasta tilatut tuotteet ovat hinnaltaan kilpailukykyisiä sekä niissä on erittäin nopea toimitus. Osa samanalan kilpailijoista tilaa raaka-aineet Kiinasta, mutta Yritys Oy:llä ei ole ollut tarvetta lähteä ostamaan raaka-aineita sieltä, koska heidän mukaan hintataso Euroopassa riittää heille. Haasteena tilattaessa Englannista on EU:n asettama lainsäädäntö, joka koskee vain Englantia. Tuotteet viedään aluksi Ranskaa ja sieltä takaisin Englantiin, jonka seurauksena hintataso saadaan alhaisemmaksi. Näiden seurauksena toimitusajat ovat paljon pidempiä kuin Saksasta tilattaessa. Materiaaleja tilataan Suomesta vain siinä tapauksessa, että materiaalit ovat kysynnän heilahtelujen vuoksi päässeet tilapäisesti loppumaan ja toimitus ulkomailta kestäisi liian kauan. Nämä

häätätapaukset muodostavat kuitenkin vain noin 10 prosenttia materiaalihankinnoista. Häätätapauksissa tuotteet tilataan suomalaiselta mustekasettien täyttöyritykseltä suoraan. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yrityksellä ei ole virallisesti mitään myynti- tai markkinointistrategiaa. Yritys ei käy messuilla edustamassa, koska he eivät enää kuulu mihinkään alansa ketjuun. Yritys oli mukana Mustekolmio-ketjussa ensimmäisen toimintavuotensa ajan. Toisen toimintavuoden aikana yritys irtaantui ketjusta ja jatkaa itsenäisenä. Syynä oli ketjulta saatujen materiaalien huono laatu. Messukustannukset ovat yksittäiselle yritykselle liian suuret ja henkilökunnan vähyden kannalta hankalat toteuttaa. Toimitusjohtajan mukaan heillä on ollut lehtimainontaa paikallisessa lehdessä, joka toi lisää myyntiä yritykselle. Tällä hetkellä yritys ei mainosta juuri lainkaan missään, muuta myynti on kasvanut siitäkin huolimatta. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yritys ei ole tehnyt lähiaikoina minkäänlaisia investointeja, jotka liittyvät liiketoimintaan. Liiketoiminnan alussa tehdyt alkuinvestoinnit olivat mustetäyttökoneet, jotka toimivat edelleenkin. Yrityksellä oli lainaa pankista 3000 € toiminnan alkuvaiheessa, mutta lainat on saatu maksettua pois. Tällä hetkellä yritys toimii omalla rahalla. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014)

Yrittäjien henkilökohtaisiin vahvuuksiin kuuluu asiakaspalvelu. Molemmat heistä tietävät, kuinka asiakkaita palvellaan. Kumpikin heistä tuntevat tuotteet ja palvelut yhtä asiantuntevasti. Molemmilla on myös erinomainen tekninen tuntemus ja osaaminen, joka on saavutettu kuluneen viiden vuoden aikana tekemällä ja paneutumalla syvällisesti asioihin. Toimitusjohtaja sanoo, että näitä asioita ei opita koulussa, vaan tekemällä. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

6.5 Ulkoinen analyysi

Tässä osuudessa käsitellään Yritys Oy:n ulkoisia menestystekijöitä, joita ovat kansantaloudellinen tilanne maailmalla, toimialan muutokset, kilpailutilanne sekä kriittiset menestystekijät eli vahvuudet ja heikkoudet tällä hetkellä.

Tämän hetkinen taloudellinen tilanne maailmalla on toimitusjohtajan mukaan laskenut myös heidän liikevaihtoaan. Toimitusjohtaja kuitenkin uskoo edullisten hintojen houkuttelevan asiakkaita lisää. Laman vaikutus ei ole kuitenkaan nostanut tukkujen ostohintoja, joten yrityksenkään ei ole tarvinnut nostaa omia myyntihintoja. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Seuraavien kahden ja kolmen vuoden aikana toimialaa tulee muuttamaan vielä kasvava internet-kauppa, jonka seurauksena hinnat tulevat laskemaan. Ihmiset eivät enää täytä mustekasetteja kierrätystä ja ekologisuutta ajatellen, vaan valitsevat tarvitsemansa tuotteet vain halvimman hinnan perusteella. Internet-kaupan yleistyessä tulevaisuudessa asiakaspalvelun rooli kaupankäynnissä vähenee radikaalisti. Teknologian kehitys toimialalla on jatkuvaa. Mahdolliset 3d-tulostimien tulo kuluttaja-asiakkaille mahdollistaa kokonaan uudenlaisen tulostamisen. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yrityksen kilpailutilanne on tällä hetkellä oikein hyvä, koska Yritys Oy on ainoa mustekasettien täyttöyritys Etelä-Suomen alueella. Kuitenkin kilpailu on muuttunut kansainväliseksi, joka johtuu internet-kaupasta. Toimitusjohtaja kertoo seuraavansa kilpailijoita tarkasti lehdistä ja internetistä. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Yrityksen ehdottomiin vahvuuksiin kuuluu asiantuntevuus, joka yrittäjillä on mustekasteista, mustepatruunoista ja koko toimialasta. Toisena vahvana vahvuutena on asiakaspalvelu, joka on erittäin laadukasta. Asiakkaat kiittävät päivittäin yrittäjiä siitä, miten he palvelevat ja auttavat asiakasta. Heikkoutena toimitusjohtaja mainitsee sen, että he eivät enää toimi sellaisella toimialalla, joka heitä kiinnostaa. Seurauksena on se,

että heidän motiivinsa tehdä ja kehittää yritystä eteenpäin laskee koko ajan.
(Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

6.6 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätöksen analysointiin käytetään lähteenä yrityksen tuloslaskelmaa ja tasetta vuosilta 2010 - 2013. Vuosi 2010 on kuitenkin jätetty pois tarkasteluista, koska vuonna 2010 tilikausi oli 15 kuukautta. Jotta tilikaudet olisivat vertailukelpoisia, niin se jätettiin pois. Lisäksi vuonna 2010 yrityksen yhteydessä toimi myös luomuruokaa myyvä yritys. Tästä toiminnasta aiheituneita kuluja ei ole eritelty riittävän tarkasti tuloslaskelmassa. Tilinpäätöstiedot on saatu yrityksen omalta tilitoimistolta. Samalla Suomen Asiakastieto Oy:ltä on haettu tueksi vastaava tuloslaskelma ja tase samoilta vuosilta. Tunnuslukuja laskettaessa tilinpäätöstiedot on pyöristetty täysiin tuhansiin, jotta tuloksen analysointi helpottuisi. Suomen Asiakastieto Oy on laskenut tunnusluvut valmiiksi vuosille 2010 - 2013. Yrityksen tuloslaskelman ja taseen oikaisemiseen vaadittavia tarkkoja palkkakuluja ei saatu selville toimitusjohtajan haastattelussa, joten tunnusluvut lasketaan oikaisemattomasta tuloslaskelmasta ja taseesta. Valitut tunnusluvut ovat Suomen Asiakastieto Oy:n yrityksistä yleisesti käytettyjä tunnuslukuja ja niistä löytyy toimialan 10 vuoden keskiarvo, johon voidaan verrata Yritys Oy:n tunnuslukuja. Toimiala vertailussa on mukana 600 saman toimialan yritystä. Vuosien 2011 - 2013 tuloslaskelma ja tase löytyvät liitteistä (Liite 1.).

Arvonmäärityksen tueksi on valittu tilinpäätöksestä kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnuslukuja, jotka kertovat yrityksen historiallisesta kehityksestä. Jokaisesta käsiteltävästä tunnusluvusta on tehty vertailutaulukko kuluneilta vuosilta. Tuloksia verrataan Suomen Asiakastieto Oy:stä hankittuun toimialanvertailuun. Vertailtu toimiala on paperi- ja toimistotarvikkeiden vähittäiskauppa, jossa on mukana 302 yritystä.

6.6.1 Kannattavuus

Yrityksen kannattavuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä tehdä liiketoiminnalla enemmän tuloja kuin menoja. Tässä osuudessa tunnusluvut, joita tarkastellaan, ovat liikevoittoprosentti, sijoitetun pääoman tuottoprosentti sekä oman pääoman tuottoprosentti. Taulukosta kaksi nähdään yrityksen kannattavuuden tunnuslukuja.

Taulukko 2. Kannattavuus

KANNATTAVUUS	2011		2012		2013	
	Yritys Oy	Toimiala	Yritys Oy	Toimiala	Yritys Oy	Toimiala
Liikevoitto- %	17,3	2,9	3,5	4	9	2,4
Sijoitetun pääoman tuotto- %	52,8	6,3	12,2	5,7	25	6,9
&Oman pääoman tuotto- %	48,3	4,4	11,5	5,4	25	5

Taulukosta nähdään, että yritys on pystynyt tekemään joka vuosi enemmän voittoa kuin keskimäärin samalla toimialalla olevat muut yritykset. Syynä tähän on se, että yritys hinnoittelee tuotteet alusta asti vähintään 50 % katteella. Yrityksen kulurakenne on muutenkin hyvin pieni ja ostot ovat suhteellisen vakioita joka vuosi. Suurinpana kulueränä yritykseen kohdistuu liikehuoneiston vuokra. Yrityksen toimintaa voidaan pitää kannattava liiketoimintana, koska liikevoittoa jää joka vuosi.

Yrityksen sijoitetun pääoman tuottoprosentti on erittäin korkea suhteessa siihen mitkä ovat suositusarvot. Lähes joka vuosi yrityksen sijoitetun pääoman tuottoprosentti on erittäin hyvä. Poikkeuksena on vuosi 2012, jolloin arvo jäi 12.2 %, joka sekin on hyvä. Verrattuna toimialan vastaaviin arvoihin, niin Yritys Oy on selvästi parempi kuin keskimäärin toimialalla. Syynä sijoitetunpääoman tuottoprosentin erinomaiseen arvoon on esimerkiksi se, että yrityksen sijoitettu pääoma on kasvanut vuosittain. Sijoitettu pääoma koostuu omasta pääomasta ja korollisesta velasta. Tässä tapauksessa yrityksen oma pääoma on kasvanut vuosittain ja korollinen velka pienentynyt. Velkojen vähentyessä ovat myös rahoituskulut laskeneet.

Vuoden 2012 sijoitetun pääoman tuotto-%:n laskuun vaikutti nettotuloksen laskeminen. Vuonna 2012 yritys teki liikevaihtoa 85 000 €, joka oli korkein liikevaihto koko kolmen vertailuvuoden aikana. Nettotulosta laski mainostuskulut sekä yrityksen suuri ostojen määrä. Ostojen määrä oli 28 000 €, joka on 33 % liikevaihdosta.

Yrityksen käyttökate on toimialaansa nähden hyvällä tasolla, paitsi vuoden 2012 osalta, jolloin käyttökate laski suuret ostot. Vaikka vuoden 2012 käyttökate oli selvästi matalampi kuin vuosi 2011 ja 2013, niin se ylitti silti toimialan keskiarvon.

Yrityksen toiminta vaikuttaa näiden tunnuslukujen valossa hyvinkin kannattavalta liiketoiminnalta. Jokainen tunnusluku on toimialan keskiarvoa korkeampi. Näiden tunnuslukujen valossa yritys pystyy huolehtimaan taloudestaan ja kuluistaan siten, että toiminta on kannattavaa. Arvonmäärityksen kannalta vakaa ja vankka historiallinen menestys luovat hyvän perustan yrityksen arvolle. Seuraavassa luvussa käsitellään yrityksen maksuvalmiutta.

6.6.2 Maksuvalmius

Maksuvalmius kuvaa yrityksen kykyä selviytyä tulevista laskuista sekä liiketoiminnan jokapäiväisistä kuluista. Maksuvalmiuden eli likviditeetin ollessa korkea, yritys kykenee suoriutumaan lyhyenajan menoista kertyneellä käteiskassalla ja muuttamaan nopeasti omaisuutta rahaksi. Alhainen likviditeettitaso johtaa laskujen eräpäivien ylityksiin ja viivästyskorkokuluihin. Korkean likviditeetin etuna on se, että yrityksen ei tarvitse turvautua kalliiseen lyhyenajan rahoitukseen. Mikäli yrityksen likvidi on liian korkea, silloin yrityksen omaisuutta on sidottu liikaa huonosti tuottavaan käteiskassaan.

Yrityksen maksuvalmiutta käsitellään Quick ration, current ration ja nettokäyttöpääoman avulla. Alla olevassa taulukossa (Taulukko 3.) on maksuvalmiuden tunnusluvut esitettyinä.

Taulukko 3. Maksuvalmius

MAKSUVALMIUS	2011		2012		2013	
	Yritys Oy	Toimiala	Yritys Oy	Toimiala	Yritys Oy	Toimiala
Nettokäyttöpääoma- %	14	10	20	13	31,3	16
Quick ratio	0,8	1,1	3,5	1,1	3,7	0,6
Current ratio	1,8	1,7	8	1,9	7	1,5

Yrityksen nettokäyttöpääoma eli likviditeetti suhteessa liikevaihtoon on kasvanut vuosittain vertailujaksolla säännöllisesti. Nettokäyttöpääoma muodostuu siis, kun vaihtuvista vastaavista vähennetään lyhytaikaiset velat, joka jaetaan liikevaihdolla. Vuonna 2011 yrityksen lyhytaikainen vieras pääoma oli kaikkein korkein, joka aiheutti sen, että käyttöpääoma oli alhainen. Lyhytaikainen vieras pääoma vuonna 2011 oli 13 000 €, joka muodostui ostovelosta 3 000 € ja muista veloista 10 000 €. Vuonna 2012 yrityksellä ei ollut lainkaan ostovelkoja sekä samalla muista veloista oli maksettu 8 000 €. Seurauksena oli se, että lyhytaikaisen vieraan pääoman osuus laski 2 000 €, jolloin nettokäyttöpääomaprosentti kasvoi. Vuonna 2013 nettokäyttöpääomaprosentti saavutti parhaimman arvon, koska yrityksen vaihtuvat vastaavat kasvoivat aikaisemmasta vuodesta 5 000 €. Vuonna 2013 vaihtuvat vastaavat olivat 24 000 €. Vaihtuvien vastaavien kasvun taustalla oli se, että yrityksen vaihto-omaisuus kasvoi, myyntisaamiset lisääntyivät sekä rahat- ja pankkisaamiset kasvoivat. Vuonna 2013 liikevaihto kuitenkin laski edellisvuodesta 21 %. Liikevaihdon takia nettokäyttöpääomaprosentti nousi aikaisemmasta vuodesta. Verrattuna toimialan keskiarvoihin, Yritys Oy on joka vuosi keskiarvon yläpuolella.

Yrityksen quick ratio eli kyky selviytyä lyhytaikaisista veloista oli vuonna 2011 toimialan keskiarvoa alhaisempi. Taulukossa (Taulukko 3.) quick ratio oli 0,8, kun taas toimialan keskiarvo oli 1,1. Yritystutkimuslaitoksen mittareilla mitattuna 0,8 eli on arvoltaan hyvä. Syy, miksi quick ratio oli alle 1,0 oli se, että lyhytaikaista velkaa oli enemmän kuin rahoitusomaisuutta. Yrityksellä oli vuonna 2011 yrityksen perustamisesta aiheutunutta pankkilainaa. Tilanne korjautui seuraavana vuonna, jolloin yritys maksoi lainan lähes kokonaan pois. Seurauksena quick ratio nousi jo lähes liian korkeaksi.

Vuonna 2012 quick ratio kasvoi arvoon 3,2, joka on yritystutkimuskeskuksen mittareiden mukaan erittäin hyvä. Syynä näinkin korkeaan arvoon oli jo edellä mainittu lyhytaikaisten velkojen lasku. Sen seurauksena yrityksellä on enemmän rahoitusomaisuutta kuin lyhytaikaista velkaa. Vuonna 2013 quick ratio nousi vielä hieman korkeammaksi, koska yrityksen rahat- ja pankkisaamiset lisääntyivät. Ongelmana yrityksen tapauksessa on se, että yritys ei investoi kertyneitä varojaan. Toimitusjohtaja kertoi haastattelussa, että heillä ei ole kiinnostusta kehittää yritystä eteenpäin. Kun yrityksen quick ratio arvoja verrataan toimialan keskiarvoon, niin se on joka vuosi parempi kuin toimialan keskiarvo, paitsi vuosi 2011.

Current ratio käyttäytyy yrityksessä hyvin samalla tavalla kuin quick ratio. Current ratio mittaa, kuinka yritys selviytyy pitkäaikaisista veloista. Vuonna 2011 current ratio oli lähes sama kuin toimialan keskiarvo, mutta seuraavina vuosina current ratio kasvoi voimakkaasti yli toimialan keskiarvon. Kasvun taustalla on voimakas vaihto-omaisuuden kasvu, joka muodostuu aineista ja tarvikkeista. Yritystutkimuskeskuksen mittareiden mukaan erittäin hyvä current ratio on yli kaksi. Yritys Oy:n tapauksessa current ratio on sen yli joka vuosi, paitsi vuonna 2012. Maksuvalmiuden tunnuslukuja peilaten, yrityksen maksuvalmius on hyvällä tasolla. Yritys pystyy suoriutumaan lyhyt- sekä pitkäaikaisista veloista. Suhteellisen korkeat quick ratio ja current ratio kertovat myös siitä, että yritys ei ole investoinut kertynyttä voittoa. Seuraavassa luvussa käsitellään yrityksen tilaa vakavaraisuuden tunnuslukujen avulla.

6.6.3 Vakavaraisuus

Vakavaraisuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä selviytyä pidemmän ajan laskuista ja maksuista. Vakavaraisuutta pidetään eräänlaisena puskurina heikoille ajoille. Jotta yrityksellä olisi maksuvalmiutta, sen taseessa tulee olla tarpeeksi oma pääomaa puskurina maksuille. Vakavaraisuutta arvioidaan omavaraisuusasteen ja suhteellisen velkaantuneisuuden avulla. Alla olevassa taulukossa (Taulukko 4.) on kerrottu vertailujakson aikana tapahtuvaa tunnuslukujen kehitystä.

Taulukko 4. Vakavaraisuus

VAKAVARAIUUS	2011		2012		2013	
	Yritys Oy	Toimiala	Yritys Oy	Toimiala	Yritys Oy	Toimiala
Omavaraisuusaste	60	45,5	91	45,3	88,5	43,3
Suhteellinen velkaantuneisuus	16	16,8	2,4	16,3	4,5	18,6

Omavaraisuusaste on kasvanut vertailujakson aikana joka vuosi, paitsi vuonna 2013. Laskua tuli hieman edelliseen vuoteen verrattuna. Taulukosta (Taulukko 4.) huomataan, että alhaisimmillaan omavaraisuusaste oli 60 % vuonna 2011, jonka syy oli se, että oma pääoma oli alhaisimmillaan silloin. Oma pääoma koostui sijoitetusta osakepääomasta, edellisten tilikausien tuloksesta ja tilikauden voitosta. Oma pääoma oli vuonna 2011 yhteensä 15 000 €. Omavaraisuusaste kasvoi erittäin korkeaksi vuonna 2012, koska edellisten tilikausien tulos kasvoi 9 000 €, ollen 15 000 € vuonna 2012. Toimialan keskiarvoon verrattuna Yritys Oy:n vakavaraisuus on joka vuosi keskiarvoa korkeampi. Liitetiedoista löytyy tarkat tiedot tuloslaskelmasta ja taseesta. (Liite 1.) Yritystutkimuslaitoksen mukaan omavaraisuusaste on hyvällä tasolla eli yli 40 %.

Suhteellinen velkaantuneisuus on vuonna 2011 samalla tasolla kuin toimialojen keskiarvo. Yrityksellä oli vuonna 2011 velkaa, jonka takia suhteellinen velkaantuneisuus oli korkea. Vuosina 2012 - 2013 yrityksen velan osuus laski, joka vaikutti suhteellisen velkaantuneisuuden laskuun. Velkaantuneisuus laskikin reippaasti alle toimialan keskiarvon. Yritystutkimuslaitoksen arvoihin verrattuna yrityksen suhteellinen velkaantuneisuus on hyvä eli alle 40 %.

6.7 Tulevaisuuden arviointi

Tulevaisuuden arvioinnilla on merkittävä rooli arvion määrittämisessä. Tässä osiossa käsitellään toimitusjohtajan antamia ennusteita yrityksen tulevaisuudesta ja tuloskehityksestä. Osiossa käsitellään kysynnän kasvua, liikevaihdon kasvua seuraavina vuosina, kustannusten kasvua, investointien ja rahoitusten kasvua sekä mahdollisia tulevaisuuden haasteita, riskejä ja mahdollisuuksia.

Tulevaisuudessa kysynnän äkillistä kasvua ei toimitusjohtajan mukaan ole odotettavissa. Hänen mukaansa kysyntä tulee kasvamaan tasaisesti jatkossakin. Tarjonta tulee kuitenkin lisääntymään internet-kaupan lisääntyessä. Liikevaihdon odotetaan kehittyvän vuosittain 10 prosenttia. Toimitusjohtajan mukaan ennuste on korkea, mutta realistinen. Vastaavasti kustannusten kehitys ennustetaan pysyvän suhteellisen samana. Arvioitu muuttuvien kustannusten kasvu on noin 2 prosenttia. Yrityksen kiinteät kustannukset tulevat laskemaan tulevaisuudessa, koska yritys luopuu omista vuokratuista toimitiloista ja siirtää toiminnan heidän kotiinsa. Osinkoja tullaan vuosina 2014 - 2016 maksamaan 50 % kertyneestä voitosta. Tulevaisuuden tuloslaskelman ja taseen kasvuennusteet löytyvät liitteistä (Liite 2.). (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Tulosennusteessa (Liite 2.) on tehty toimitusjohtajan suunnitelmien mukainen tulosennuste vuosille 2014 - 2016. Vuonna 2016 yritys on jo uudella omistajalla, mutta ennuste tehdään kuitenkin tällekin vuodelle. Tulosennusteessa (Liite 2.) on huomioitu haastattelussa tulleet liikevaihdon ennusteet sekä kustannusten kasvu. Tulevaisuudessa myyntisaamiset ja ostovelat on tarkoitus pitää samalla tasolla kuin aikaisemmin. Tilikausien kertyneet voitot on otettu huomioon raha- ja pankkisaamisissa.

Tulevaisuudessa ei lisäinvestoinneille ole tarvetta, koska suurta toiminnan laajentamista ei ole suunniteltu. Tulevaisuuden ennusteessa on kuitenkin huomioitu pieniä investointeja vuosille 2014 ja 2015. Yritys pystyy toimimaan nykyisellä laitekannalla tulevaisuudessakin. Rahoituksen tarvetta ei yrityksessä toimitusjohtajan mukaan ole. Kaikki lainat on maksettu pois jo aikaisemmin. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

Tulevaisuuden haaste on toimitusjohtajan mukaan internet-kauppa, jonka seurauksena asiakaspalvelun määrä laskee ja tarvikkeasettien hinnat alittavat täyttökasettien hinnan. Yrittäjä näkee myös heidän oman motivaationsa suurena haasteena tulevaisuudessa, jonka seurauksena yrityksen myyminen tulevaisuudessa seuraavien kolmen vuoden aikana on mahdollista. (Toimitusjohtajan haastattelu 13.2.2014.)

7 Pääoman tuottovaatimus

Seuraavassa luvussa käsitellään pääoman tuottovaatimuksen määrittämistä, jonka merkitys arvon määrittämisessä on erittäin merkittävä. Tuottovaatimusta käytetään lähes jokaisessa arvonmäärittämissä apuna. Tuottovaatimus voidaan jakaa vieraan ja oman pääoman tuottovaatimukseen. Näiden kahden tuottovaatimusten perusteella saadaan määritettyä koko pääoman tuottovaatimus eli pääoman keskimääräiskustannus. Kappaleessa kerrotaan, miten tuottovaatimusten määrittäminen tehdään Yritys Oy:lle.

7.1 Oman pääoman tuottovaatimus

Pääoman tuottovaatimus lasketaan CAP-mallin avulla, joka on esitelty aikaisemmin teoriaosuudessa. CAP-malli on suosittu pääoman tuottovaatimuksen määrittämissä malli. CAP-mallin käyttö edellyttää kuitenkin aluksi yrityksen riskisyyden määrittämisen eli beetakerroimen määrittämisen. Tässä tapauksessa yritys on listaamaton osakeyhtiö, jolloin beetakerroin joudutaan määrittämään tilinpäätöksestä laskettujen tunnuslukujen avulla. Käytetyt tunnusluvut ovat liikeriski sekä rahoitusrakenteen tunnusluvut.

Yrityksen liikeriski on laskettu jakamalla vuosien 2011 - 2013 liikevoiton keskihajonta liikevoiton keskiarvolla. Keskihajonta on laskettu matemaattisen kaavan perusteella. Rahoitusrakenteen tunnuslukuihin kuuluvat omavaraisuusaste, nettovelkaantumisaste ja operatiivinen velkaantuminen. Operatiivista velkaantuneisuutta ei ole otettu huomioon, koska yrityksellä ei ole ollut bruttoinvestointeja. Omavaraisuusaste on laskettu jo vakavaraisuuden tunnusluvuissa (Taulukko 4.) jakamalla oma pääoma taseen loppusummalla. Nettovelkaantuneisuus lasketaan jakamalla nettovelat yrityksen omalla pääomalla. Alla on laskettu liikeriski ja rahoitusrakenteen tunnusluvut.

$$\text{Liikeriski} = \frac{5531,17 \text{ €}}{7943,85 \text{ €}} = 69,63 \%$$

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{22413,72 \text{ €}}{25782,74 \text{ €}} = 86,93 \%$$

$$\text{Nettovelkaantuminen} = \frac{3369,01 \text{ €}}{22413,72 \text{ €}} = 15,03 \%$$

Ennen lopullisen beeta-kertoimen määrittämistä, tulee tunnusluvuista saadut tulokset muuttaa osittaisbeetoiksi. Osittaisbeetan laskemisessa suhteutetaan tunnusluvut vertailujoukkoon, joka muodostuu 61 listatusta yrityksestä ja case-yrityksestä. Näin ollen vertailtavia yrityksiä on 62. Yritys sijoittui listauksessa liikeriskin osalta sijalle 30, omavaraisuuden osalta sijalle 11 ja nettovelkaantumisen osalta sijalle 10.

Teoria osuudessa mainittiin, että osittaisbeetan vaihteluväli on 0,5 – 2,2 ja keskimääräinen osittaisbeeta on keskimäärin yrityksillä 1,0. Osittaisbeetat saadaan ratkaistua osittaisbeeta kaavalla, joka on $(2,2 - 0,5) \cdot \text{sijoitus vertailutyhmässä} / \text{vertailuyritysten lukumäärä}$. Koska beeta-kertoimen määrittämisessä käytetään liikeriskiä ja rahoitusrakenteen tunnuslukuja, niin saadut tulokset tulee painottaa 50 %. Rahoitusrakenteen tunnusluvut koostuvat kuitenkin kahdesta tunnusluvusta, jolloin painotuskerroin jakautuu kahtia, eli 25 %. Yritys Oy:n kokonaisbeeta on määritetty alla olevassa taulukossa (Taulukko 5.).

Taulukko 5. Yrityksen beeta-kerroin

	Beeta-arvo	Painokerroin	Osittaisbeeta
Liikeriski	0,823	50 %	0,4115
Omavaraisuusaste	0,302	25 %	0,0755
Nettovelkaantuminen	0,274	25 %	0,0685
KOKONAISBEETA			0,5555

Kun yrityksen beeta-kerroin on saatu määritettyä, voidaan laskea yrityksen oman pääoman tuottovaatimus CAP-mallin avulla. Ensiksi CAP-mallista tulee kuitenkin selvittää riskitön korkotuotto sekä markkinoiden odotettu tuotto. Riskittömänä korkotuottona pidetään Suomen valtion 10 vuoden joukkovelkakirjalainan korkoa, joka oli 1,86 % vuonna 2013. (Suomen Pankki 2014.) Markkinoiden odotettuna tuottona käytetään 30 vuoden riskilisää, joka on 4,60 %. (Kallunki & Niemelä 2004, 135.)

Kun kaikki tarvittavat arvot on saatavilla, voidaan laskea tuottovaatimus yritykselle mallin avulla. Sijoittamalla saadut arvot kaavaan saadaan

$$E(R) = 1,86 \% + 0,56(4,60 \% - 1,86 \%) = 3,39 \%$$

Yritys Oy:n liikevaihto on alle 100 miljoonaa vuodessa ja sen henkilöstön määrä on alle 20, jolloin yrityksen tuottovaatimukseen lisätään niin sanottu epälikvidisyyspremio. Premio on yleensä suuruudeltaan 0,5 – 6 prosenttiyksikön luokkaa. Premioksi on valittu 6 %, koska liikevaihto alittaa 100 miljoonaa euroa. Yrityksessä on myös henkilöstöä alle 20. Yritys Oy:n oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan 9,39 %. Oman pääoman tuottovaatimus toimii jatkossa diskonttauskerrotimeina, kun yrityksen arvoa lasketaan.

7.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimus on huomattavasti helpompi määrittää kuin oman pääoman tuottovaatimus, koska se on välittömästi havaittavissa yrityksestä.

Yritys Oy:n tämän hetkinen tilanne on se, että yrityksellä ei ole pankkilainaa eikä joukkovelkakirjalainaa, jolla se rahoittaisi toimintaa. Yrityksellä on velkaa, joka on kirjattu tilille muut velat, joka sisältää sosiaalikulmaksuja 3 369 €. Muut velat ovat korottomia lyhytaikaisavelkoja, joilla ei ole korkokustannuksia. Seurauksena näille lainoille ei muodostu pääoman kustannusta. Kun yrityksellä ei ole pitkäaikaista lainaa rahoituslaitoksiin, niin silloin sillä ei ole myöskään vieraalle pääomalle aiheutuvia kustannuksia. Yrityksen vieraan pääoman tuottovaatimus on siis 0 %.

7.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Yrityksen koko pääoman tuottovaatimus on laskettu WACC- mallin mukaan, joka on oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettu keskiarvo. Kun oman pääoman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ovat selvillä, niin seuraavaksi lasketaan yhteen yrityksen oma ja vieras pääoma taseesta, jonka tuloksena saadaan yrityksen koko pääoma. Yrityksen koko pääoma saadaan ottamalla taseen loppusumma, joka on

25 782 €. Tästä summasta 3 369 € on vierasta pääomaa ja 22 413 € on omaa pääomaa. Jotta koko pääoman tuottovaatimus saadaan laskettua, niin huomioidaan vielä yhteisöveroprosentti, joka on 20 % vuonna 2014. (Yrittäjät 2014.)

Seuraavaksi sijoitetaan lasketut arvot WACC-malliin, josta saadaan koko pääoman tuottovaatimus. Alla on laskettu WACC-mallin mukaan tuottovaatimus koko pääomalle, jonka tuloksena saatiin 8,16 %. Koska vieraan pääoman tuottovaatimus on nolla, niin koko vieraan pääoman kohdasta tulee arvoksi nolla. WACC-mallissa tulos muodostuu tässä tapauksessa oman pääoman ansioista. WACC on kuitenkin alhaisempi kuin pelkkä oman pääoman tuottovaatimus, koska se ottaa huomioon vieraan pääoman vaikutuksen.

$$WACC = \frac{22\,413\ \text{€}}{25\,782\ \text{€}} * 9,39\% + \frac{3\,369\ \text{€}}{25\,782\ \text{€}} * 0\% * (1 - 0,20) = 8,16\%$$

8 Arvonmäärittämisen tulokset

Tässä luvussa käsitellään yrityksen arvonmäärittämistä eri arvonmäärittämissmallien avulla. Käytettävät mallit ovat substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Tuloksena saadaan yritykselle neljä erilaista arvoa, joista pohditaan, mikä kuvaa yrityksen arvoa relevantimmmin.

8.1 Substanssiarvo

Substanssiarvolla kuvataan yrityksen tämän hetkisen omaisuuden arvoa, joka ei ota huomioon tulevaisuuden kassavirtoja. Substanssiarvoa pidetäänkin yrityksen vähimmäisarvona, joka pitäisi saada yrityskaupassa. Yritys Oy:n substanssiarvon määrittämisessä käytetään viimeisintä vuoden 2013 tase-laskelmaa. Substanssiarvo on määritetty suoraan taseen luvuista. Tässä tapauksessa ei ole käytetty markkinaperusteista substanssiarvoa, koska omaisuuden markkina-arvon määrittämiseksi tarvitaan tarkempaa informaatiota yrityksen toiminnasta.

Yrityksen substanssiarvoa laskiessa on otettu huomioon laajuus- ja arvostusongelma. Laajuusongelma on ratkaistu siten, että substanssiarvoon on otettu huomioon vain ne erät, jotka liittyvät tulonhankkimiseen. Tulonhankkimiseen liittymättömiä eräitä ovat edellisen tilikauden voitto sekä tilikauden voitto. Vastaavasti arvostusongelma on ratkaistu arvostamalla varat ja velat kirjanpidollisen arvon perusteella. Lyhyen varastonkiertonopeuden takia yrityksen varat ja tuotantotekijät arvostetaan kirjanpidollisen arvon mukaan.

Yritys Oy:n tase-substanssi saadaan laskemalla yhteen yrityksen kirjanpidolliseen arvoon arvostetut varat ja tuotantotekijät. Varojen ja tuotantotekijöiden yhteenlaskettu summa on 26 000 €. Varat muodostuvat aineellisista hyödykkeistä, aineista ja tarvikkeista, myyntisaamisista, laskennallisista verosaamisista sekä raha- ja pankkisaamisista. Suurin osa varoista muodostuu vaihto-omaisuudesta.

Varoista ja tuotantotekijöistä vähennetään yrityksen velat, jolloin saadaan substanssiarvo. Yrityksen velat muodostuvat muista lainoista, joita on 3 269 € arvosta. Kun varoista vähennetään velat, niin yrityksen tasesubstanssiksi saadaan 22 413 €. Substanssiarvo on Yritys Oy:n minimiarvo, joka toimii tarkastuslaskelmana arvonmäärittämismenetelmillä saaduille tuloksille. Alla olevassa taulukossa (Taulukko 6.) on laskettu yrityksen tasesubstanssiarvo.

Taulukko 6. Substanssiarvo

TASESUBSTANSSI	2013
VARAT	
OMAISUUS	
Aineelliset hyödykkeet	3 036,20 €
VAIHTO-OMAISUUS	
Aineet ja tarvikkeet	10 279,88 €
SAAMISET	
Myyntisaamiset	1 952,25 €
Laskennallinen verosaaminen	1 977,91 €
Rahat- ja pankkisaamiset	8 536,50 €
VARAT YHTEENSÄ	25 782,74 €
VELAT	
Lainat	
Muut lainat	3 369,01 €
VELAT YHTEENSÄ	3 369,01 €
SUBSTANSSIARVO	22 413,73 €

8.2 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteisessa mallissa yrityksen arvo muodostuu sen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvosta. Vuosina 2011 – 2013 toimitusjohtajan mukaan osinkoa on jaettu keskimäärin 500 € vuodessa. Yritys ei ole jakanut osinkoa enempää, koska yritys ei ole tehnyt voittoa, josta osinkoa voitaisiin jakaa. Yritys Oy:llä on toimitusjohtajan mukaan yhteensä 100 osaketta. Tulevaisuudessa osinkoa tullaan jakamaan enemmän

yrityksestä osakkeenomistajille, koska yritys on tarkoitus myydä. Osinkojen avulla omistajat voivat maksaa kertyneitä voittovaroja itselleen.

Osinkoperusteisen mallin perusteena on se, että tulevaisuudessa jaettavien osinkojen määrä arvioidaan. Tulevaisuuden ennusteessa on huomioitu tulevien vuosien tilikauden voitto, josta osinkoa voidaan maksaa omistajille. Vuosien 2014 – 2016 tilikausien ennusteet löytyvät liitteistä. (Liite 2.) Osinkoa on tarkoitus maksaa tulevaisuudessa enemmän omistajille, koska yritys on tarkoitus myydä tulevaisuudessa.

Toimitusjohtajan mukaan osinkoa voidaan maksaa tulevaisuudessa 50 % kertyneestä voitosta. Kun yrityksen lopullinen myyntiajankohta selviää, niin silloin omistajat voivat jakaa kaikki kertyneet voittovarot itselleen osinkoina. Yrityksen arvo saadaan nousemaan, kun osinkoa jaetaan tasaisesti joka vuosi. Ennusteiden mukaan yritys tekee vuosina 2014 – 2016 voittoa noin 17 000 €/v. Vuoden 2016 jälkeisen ajan osinkojen kasvuksi on arvioitu 5 %. Taulukossa (Taulukko 7.) on laskettu jaettava osingon määrä.

Taulukko 7. Jaettava osinko

	2014	2015	2016
OSINGOT			
Yrityksen voitto	16 587,41 €	17 024,21 €	17 502,29 €
JAETTAVA OSINKO	8 293,71 €	8 512,11 €	8 751,15 €

Kun jaettavan osingon määrä on arvioitu, niin seuraava vaihe on osinkomallin käyttöönotto. Osinkoperusteisessa mallissa tulevaisuudessa saadut osingot diskontataan nykyhetkeen eli vuoteen 2014. Aluksi lasketaan vuosien 2014 – 2016 saatujen osinkojen nykyarvo. Diskonttauskorkona toimii oman pääoman tuottovaatimus, joka on 9,39 %.

$$\begin{aligned}
 \text{Arvo vuosina 2014 – 2016} &= \frac{8\,293,71\ \text{€}}{1 + 0,0939} + \frac{8\,512,11\ \text{€}}{(1 + 0,0939)^2} + \frac{8\,751,15\ \text{€}}{(1 + 0,0939)^3} \\
 &= 21\,379\ \text{€}
 \end{aligned}$$

Vuosien 2016 eteenpäin olevat kassavirrat lasketaan Gordonin mallin avulla, joka on esitelty aikaisemmin teoriassa.

$$\text{Arvo vuodesta 2016 eteenpäin} = \frac{8\,751,15 \text{ €} (1 + 0,03)}{0,0939 - 0,03} = 141\,059 \text{ €}$$

Vuoden 2016 jälkeisen ajan nykyarvo saadaan, kun edellisessä kaavassa saatu tulos diskontataan vuoteen 2014.

$$= \frac{141\,059 \text{ €}}{(1 + 0,0939)^3} = 107\,762 \text{ €}$$

Yrityksen arvo saadaan, kun vuosien 2014 – 2016 arvo ja 2016 eteenpäin oleva arvo lasketaan yhteen, jolloin saadaan $21\,379 \text{ €} + 107\,762 \text{ €} = 129\,141 \text{ €}$.

8.3 Vapaan kassavirran malli

Kolmas arvonmääritysmalli on vapaan kassavirran malli. Vapaan kassavirran mallissa yrityksen arvo on tulevaisuudessa tuotettujen kassavirtojen nykyarvo. Nykyarvo saadaan, kun kassavirrat diskontataan oman pääoman tuottovaatimuksella.

Ensimmäinen asia, joka tulee määrittää, jotta kassavirran mallia voitaisiin käyttää, on määrittää vapaa kassavirta tarkasteluvuosilta 2014 - 2016. Vuosien 2011 - 2013 vapaa kassavirtalaskelma löytyy liitteistä (Liite 4.). Tulevaisuuden osalta tulee myös määrittää kassavirran kasvuprosentti. Vuosille 2014 - 2016 odotettu kassavirran kasvu on voimakasta, koska yrityksen kuluista vähenee liiketilavuokra kokonaan pois, joka on suuruudeltaan 10 000 €. Kulujen väheneminen vaikuttaa siihen, että yrityksen liikevoitto paranee selvästi, josta seuraa myös se, että vapaa kassavirta tuleville vuosille kasvaa.

Tulevien vuosien kassavirta perustuu ennusteisiin tulevaisuudesta. Vuosina 2014 - 2016 kulujen osuus laskee merkittävästi, joka taas parantaa yrityksen tulevaa arvoa.

Liikevoiton ennuste perustuu tuloslaskelman ennusteeseen, joka löytyy liitteistä (Liite

2.). Taulukon (Taulukko 8.) ennusteessa on veroprosentiksi otettu vuoden 2014 yhteisöveroprosentti, joka on 20 %. Samaa veroprosenttia on käytetty muiden vuosienkin ennusteessa hyväksi.

Poistot on laskettu vielä tulevaisuuden ennusteeseenkin mukaan, koska toimitusjohtajan mukaan yrityksellä on vielä poistettavaa kalustoa vuoteen 2016 saakka. Poistojen summa on kuitenkin poistosuunnitelman mukainen summa. Käyttöpääoman muutos pyritään pitämään nolla tasolla. Investointien osuus lasketaan vuoteen 2016 mennessä aivan nolnaan. Ennustuksen mukaan kassavirran ero aikaisempiin vuosiin on suuri. Kassavirran kasvattamisella yrityksen arvoa saadaan kasvatettua voimakkaasti. Käyttöpääoman muutos on tarkoitus pitää tulevaisuudessa muuttumattomana. Mikäli muutos olisi negatiivista, niin se vaikuttaisi jäljelle jäävään kassavirtaan alentavasti. Taulukon 8. mukaisen ennustuksen mukaan vuoden 2014 vapaa kassavirta on 25 981 €. Toimitusjohtaja kertoi, että vuoden 2014 myynti on alkanut räjähdysmäisesti, mikä taas vahvistaa ennusteen todenmukaisuutta. Vuosina 2015 ja 2016 kassavirta on ennustettu kasvavan tasaisesti ylöspäin.

Taulukko 8. Vuosien 2014 – 2016 vapaan kassavirran ennuste

	2014	2015	2016
LIIKEVOITTO	20 834,26 €	21 380,27 €	21 977,87 €
Osuus osukkuusyhtiöstä	- €	- €	- €
Operatiiviset verot	- 4 146,85 €	- 4 256,05 €	- 4 375,57 €
Rahoituskulujen verovaikutus			
Rahoitustuottojen verovaikutus			
OPERATIIVINEN KASSAVIRTA	24 981,12 €	25 636,32 €	26 353,44 €
Poistot	2 000,00 €	2 000,00 €	2 000,00 €
BRUTTOKASSAVIRTA	26 981,12 €	27 636,32 €	28 353,44 €
Muutos käyttöpääomassa			
Bruttoinvestoinnit	1 000,00 €	500,00 €	- €
VAPAA OPERATIIVINEN KASSAVIRTA	25 981,12 €	27 136,32 €	28 353,44 €
Muut erät (verojen jälkeen)			
VAPAA KASSAVIRTA	25 981,12 €	27 136,32 €	28 353,44 €

Vuoden 2016 jälkeiselle ajalle on ennustettu 3 % vuotuinen kassavirran kasvu.

Yrityksen arvoa laskettaessa käytetään jo aikaisemmin teoriassa esiteltyä kaavaa, jossa tulevaisuuden kassavirrat diskontataan nykyarvoon. Diskonttauksen nykyhetki on vuosi 2014. Diskonttauskertoimena käytetään koko pääoman tuottovaatimusta, joka on 8,16 %.

$$PO \text{ vuosille } 2014 - 2016 = \frac{25\,981,12 \text{ €}}{1 + 0,0816} + \frac{27\,136,32 \text{ €}}{(1 + 0,0816)^2} + \frac{28\,353,44 \text{ €}}{(1 + 0,0816)^3},$$
$$= 69\,625,4 \text{ €}$$

Vuodesta 2016 saatavien kassavirtojen nykyarvo saadaan soveltamalla Gordonin kaavaa, joka esiteltiin aikaisemmin teoriassa.

$$Arvo \text{ vuosille } 2016 \text{ eteenpäin} = \frac{28\,353,44 \text{ €}(1 + 0,03)}{0,0816 - 0,03} = 56\,596,1 \text{ €}$$

Saatu tulos pitää vielä diskontata vuoden 2013 aikaan, jolloin sen arvoksi saadaan seuraavaa.

$$= \frac{56\,596,1 \text{ €}}{(1 + 0,0816)^3} = 44\,728,72 \text{ €}$$

Koko yrityksen arvo vuodelle 2014 saadaan, kun lasketaan yhteen vuosien 2014 - 2016 saatu arvo sekä yrityksen arvo vuodesta 2016 eteenpäin. Tulokseksi saadaan 69 625,40 € + 44 728,72 € = 114 352,12 €. Vapaan kassavirta mallin perusteella yrityksen arvoksi saadaan 114 352,12 €.

8.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomallissa yrityksen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta sekä ennustettujen lisävoittojen nykyarvosta. Lisäarvo lasketaan, kun yrityksen voitosta vähennetään oman pääoman tuottovaatimus kerrottuna omalla pääomalla. Vuodesta

2016 eteenpäin lisävoittojen arvellaan kasvavan 3 % vuodessa. Diskonttauskertoimena käytetään oman pääoman tuottovaatimusta, joka on 9,39 %. Taulukossa (Taulukko 9.) on näytetty miten lisäarvo muodostuu.

Taulukko 9. Lisävoiton laskeminen

	2014	2015	2016
Liikevoitto	20 834,26 €	21 380,27 €	21 977,87 €
Oma pääoma	30 707,39 €	27 599,53 €	36 350,68 €
Tuottovaatimus		9 %	
LISÄVOITTO	17 950,84 €	21 380,27 €	21 977,87 €

Taulukon (Taulukko 9.) mukaisesti lisävoitoksi saadaan vuosille 2014 - 2016 noin 17 000-21 000 €. Tuottovaatimus on joka vuosi sama 9,39 %. Saadut lisävoitot diskontataan seuraavaksi nykyarvoon eli vuoteen 2014. Alla on laskettu vuosien 2014 - 2016 lisävoittojen nykyarvo.

$$\text{Arvo vuosilla 2014 - 2016} = \frac{17\,950,94 \text{ €}}{1 + 0,0939} + \frac{21\,380,27 \text{ €}}{(1 + 0,0939)^2} + \frac{21\,977,87 \text{ €}}{(1 + 0,0939)^3}$$

Tulokseksi saadaan diskonttauksen jälkeen 51 064 €. Seuraavaksi lasketaan vuodesta 2016 eteenpäin olevat lisävoitot, jotka diskontataan sen jälkeen vielä nykyarvoon. Alla on laskettu vuodesta 2016 eteenpäin olevat lisävoitot.

$$\text{Arvo vuodesta 2016 eteenpäin} = \frac{21\,977,87 \text{ €} (1 + 0,03)}{0,0939 - 0,03} = 376\,237 \text{ €}$$

Diskontataan saatu tulos nykyarvoon.

$$= \frac{376\,237 \text{ €}}{(1 + 0,0939)^3} = 287\,428 \text{ €}$$

Yrityksen arvo saadaan laskettua, kun saadut tulokset lasketaan yhteen ja huomioidaan vielä oman pääoman kirjanpidollinen arvo, joka on 22 413,73 €. Yrityksen arvoksi saadaan taulukon (Taulukko 10.) mukaan 360 905,73 €.

Taulukko 10. Lisäarvomalli

LISÄARVO	Arvo
Arvo vuosilta 2014-2016	51 064,00 €
Arvo vuodesta 2016 eteenpäin	287 428,00 €
Oman pääoman kirjanpidollinenarvo	22 413,73 €
	360 905,73 €

9 Pohdinta

Opinnäytetyön tavoitteena oli määrittää Yritys Oy:lle arvo käyttäen apuna neljää arvonmäärittäsmallia. Arvonmäärittäksen tukena toimi myös strateginen analyysi, tilinpäätösanalyysi sekä tulevaisuuden arviointi, jotka toteutettiin haastattelemalla yrityksen toimitusjohtajaa. Opinnäytetyö tehtiin porvooolaiselle pk-yritykselle, joka tulee käyttämään arvonmäärittäyksestä saatuja tuloksia yrityskaupan tukena. Opinnäytetyössä määritettiin yrityksen teoreettinen arvo, joka ei ole sama kuin yrityksen myyntiarvo. Yrityksen myyntiarvo tarkoittaa sitä hintaa, jonka tuleva ostaja on valmis maksamaan yrityksestä.

Tutkimusmenetelmäksi valittiin kvalitatiivinen tutkimus eli laadullinen tutkimus, koska opinnäytetyön aikana suoritettiin haastattelu toimitusjohtajalle. Kvalitatiivinen eli määrällinen tutkimus ei olisi soveltunut haastattelutarkoitukseen, koska niissä on suuri joukko haastateltavia. Opinnäytetyössä haastateltavaksi valittiin tarkasti valittu henkilö, jolta saataisiin mahdollisimman luotettavaa tietoa yrityksestä. Laadullinen tutkimus soveltui myös paremmin kuin määrällinen, koska haastattelu oli tarkoitus toteuttaa avoimin kysymyksin. Määrällisessä tutkimuksessa tutkimuksen kohteena oleva henkilö valitsee vaihtoehdoista mieleisensä. Opinnäytetyön tapauksessa ennalta päätetyt vaihtoehdot eivät olisi antaneet oikeaa kuvaa yrityksen tilanteesta.

9.1 Johtopäätökset

Yritys Oy on toiminut alalla vuodesta 2009 lähtien, ja sillä on tällä hetkellä vahva osaaminen mustekasettien täyttämässä. Yrityksen kilpailuun kuuluu se, että yrityksellä on mustidentäyttöpalvelu. Tuotteet ja palvelut on yrityksessä hinnoiteltu kannattavasti sekä tuottavasti. Etuna yrityksellä on se, että he tarjoavat asennuspalveluita asiakkaille. Erityisenä vahvuutena yrityksellä on henkilökunnan asiakaspalvelutaidot sekä ammattitaito. Yrityksen taloudellinen tila on tällä hetkellä erittäin vakaa. Yrityksellä on selvät kasvuodotukset tulevaisuutta ajatellen.

Yrityksen kannattavuus, maksuvalmius ja vakavaraisuus ovat erinomaisella tasolla, kun verrataan yrityksen tunnuslukuja toimialan keskiarvoon. Vertailujakson aikana yrityksen taloudellinen tila on parantunut vuosittain ja lähes joka vuosi ovat yrityksen tunnusluvut parempia kuin toimialan vastaavat. Suurimpana vahvuutena on vieraan pääoman vähyys ja vastaavasti oman pääoman lisääntyminen. Heikkoutena on kuitenkin hieman liian korkeat quick ratio ja current ratio, jonka seurauksesta yrityksen kertyneet varat on sidoksissa raha- ja pankkisaamisissa.

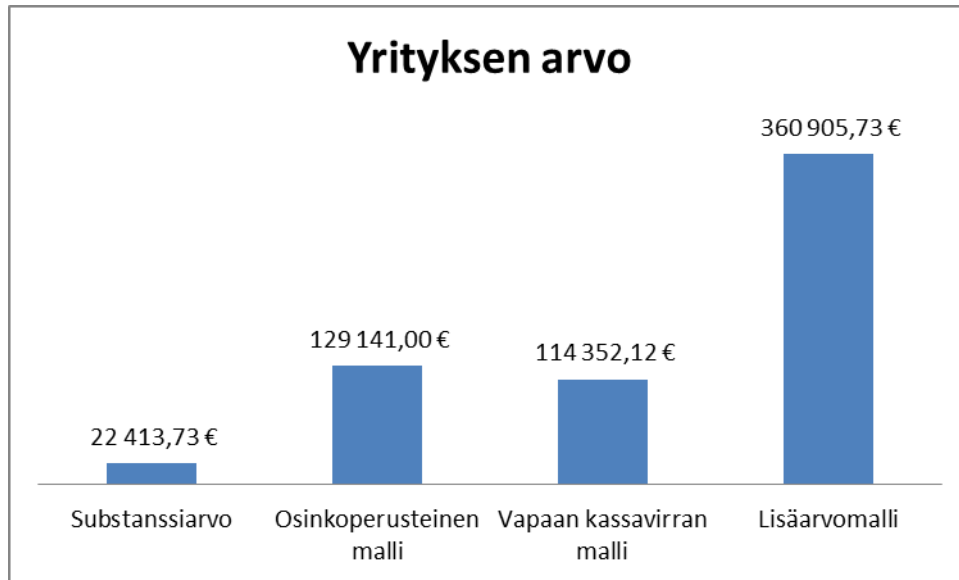
Pääoman tuottovaatimukset määritettiin käyttäen apuna niihin tarkoitettuja kaavoja. Tuottovaatimuksen määrittäminen on yrityksen arvoa määrittäessä erittäin tärkeä vaihe. Mikäli tuottovaatimus on määritetty heikosti, niin yrityksen arvo vääristyy radikaalisti. Suurin riskitekijä Yritys Oy:n oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä oli beeta-kertoimen oikeellisuus. Kaikki muut CAP-malliin tarvittavat muuttujat pystyttiin etsimään tilastoista, paitsi beeta-kerroin. Beeta-kerroin on pystytty määrittämään opinnäytetyössä tarkasti, koska beeta-kertoimen muodostaminen on pystytty perustamaan suhteuttamalla tilinpäätöksestä lasketut tunnusluvut tilastollisesti muihin samanalan yrityksiin.

Oman pääoman tuottovaatimuksen oikeellisuutta voi ainostaan alentaa epälikvidisyyspremio, joka on lisätty tuottovaatimukseen. Premion suuruus määritettiin yhteistyössä toimitusjohtajan kanssa. Haasteena oli kuitenkin, kuinka suureksi premio määritettäisiin. Mikäli premio olisi alhaisempi, niin se vaikuttaisi merkittävästi oman pääoman tuottovaatimukseen ja sitä kautta koko pääoman tuottovaatimukseen, jonka seurauksesta arvonmääritysmalleista saadut tulokset olisivat aivan erilaiset. Vastaavasti vieraan pääoman tuottovaatimus pystyttiin määrittämään ilman suurempia haasteita. Koko pääoman tuottovaatimus saatiin määritettyä onnistuneesti, koska se pohjautuu oman- ja vieraan pääoman tuottovaatimuksiin.

Yrityksen arvo määritettiin käyttämällä neljää arvonmääritysmallia, jotka olivat substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli. Malleista saadut tulokset vaihtelivat keskenään suhteellisen paljon. Malleista saadut

tulokset perustuivat tulevaisuuden ennusteisiin, joita toimitusjohtaja oli antanut. Poikkeuksena oli kuitenkin substanssiarvo, joka perustui vuoden 2013 taseen arvoihin. Taulukossa (Taulukko 11.) on listattu yhteen arvonnäilysmalleista saadut tulokset.

Taulukko 11. Yrityksen arvo



Substanssiarvomallin perusteella saatu arvo yritykselle oli alhaisin, sen ollessa 22 413,72 €. Substanssiarvo on minimiarvo yritykselle eli niin sanottu teurasarvo. Substanssiarvo ei kuvaa yrityksen oikeata arvoa, vaan antaa yritykselle minimiarvon määritteen. Substanssiarvon alhaisuus johtuu siitä, että arvoon on otettu huomioon yrityksen varat vähennettyinä veloista. Yrityksen tulevaa tulosta ei ole huomioitu lainkaan.

Vastaavasti osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli ovat tuottoarvomalleja, jotka ottavat huomioon yrityksen tulevaisuuden voiton. Vapaan kassavirran mallilla yrityksen arvoksi saatiin 114 352,12 €. Vapaan kassavirran malli on herkkä ennustevirheille, mutta se sisältää kuitenkin eniten toimitusjohtajan ennusteisiin pohjautuvia odotuksia. Kassavirran muodostuminen on nimittäin sidoksissa tuloslaskelmassa tehtyihin ennusteisiin tulevaisuudesta. Kassavirran määrittäminen aloitetaan liikevoitosta, joka otetaan suoraan yrityksen tuloslaskelmasta. Ennustevirheen mahdollisuutta vähentää se, että arvioidut kustannukset, jotka vaikuttavat liikevoittoon, on arvioitu toimitusjohtajan kanssa mahdollisimman

realistisesti pohtimalla tulevaa kehitystä. Ennustevirheen mahdollisuutta pienentää myös se, että yrityksellä on vakiintunut pääomarakenne.

Vastaavasti, kun verrataan osinkoperusteista mallia, niin siinä on paljon vähemmän toimitusjohtajan asettamia ennusteita mukana. Osinkoperusteisessa mallissa on vain yksi kriittinen muuttuja, joka on jaettavan osingon määrä vuosittain. Mallin mukaan yrityksen arvoksi saatiin 129 141 €. Osinkoprosentiksi asetettiin 50 %, joka määrättiin siten, että yrittäjät saisivat mahdollimman paljon kertyneitä varoja ulos yrityksestä. Osinkoprosentin pienikin muutos vaikuttaa yrityksen arvoon.

Lisäarvomallin perusteella yritys saa kaikkein korkeimman arvon, joka on 360 905,73 €. Lisäarvomallin vahvuutena on se, että arvo muodostuu osittain vuoden 2013 tilinpäätöstiedoista. Seurauksena ennustevirheen mahdollisuus pienenee huomattavasti. Kuitenkin lisäarvomallista saatu arvo on lähes kaksinkertainen suhteessa vapaan kassavirran malliin ja osinkoperusteiseen malliin.

Tuottoarvopohjaiset mallit, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli antavat pelkkää substanssiarvoa paljon realistisemmän kuvan, koska tässä tapauksessa kysessä on toimintaansa jatkava yritys, jonka toiminta on arvioitu kannattavaksi. Neljästä arvonmäärittämisestä realistisimman arvon yritykselle antaa vapaan kassavirran malli sekä osinkoperusteinen malli. Molempien arvot asettuvat suhteessa samalle tasolle. Kuitenkin näistä kahdesta lähempänä totuutta on vapaan kassavirran malli, jossa on huomioitu toimitusjohtajan näkemykset yrityksen tulevaisuudesta. Lopullinen yrityksen arvo on siis 114 352,12 €.

Tutkimuksen tulosta voidaan pitää luotettavana, koska yrityksen arvo on määritetty monella erilaisella arvonmäärittämisellä, ja sen avulla saatiin vastaus tutkimusongelmaan, joka asetettiin tutkimuksen alussa. Luotettavuutta lisää myös se, että tuloksia on arvioitu kriittisesti keskenään.

Virallinen yrityskauppa on tarkoitus suorittaa mahdollisesti vasta vuoden 2016 jälkeen. Siihen on kuitenkin vielä hyvin pitkä aika ja siihen mennessä voi liiketoiminnassakin tapahtua ennustamattomia muutoksia, joita ei ole voitu huomioida arvonmäärityksessä. Tuloksena saatu yrityksen arvo ei ole kuitenkaan se myyntihinta, jolla yritys tullaan tulevaisuudessa myymään. Määritetty arvo antaa lähtökohdat myyntihinnan määrittämiselle. Tulevaisuudessa ennen yrityskauppaa on erittäin suositeltavaa määrittää hinta, jolla yritys voitaisiin myydä uudelle omistajalle. Jatkotutkimusehdotuksena onkin myyntihinnan määrittäminen yritykselle vuosien 2014 - 2016 toteutuneiden lukujen perusteella. Samalla mahdollinen goodwill-arvon määrittäminen tulevaisuudessa olisi kannattavaa. Siinä määriteltäisiin arvot esimerkiksi yrityksen sijainnille ja kattavalle asiakasrekisterille.

9.2 Oma oppiminen ja prosessi

Opinnäytetyön aihe oli mielestäni erittäin mielenkiintoinen ja samalla haastava. Tutkimusta tehdessä piti perehtyä tarkasti teoriaan, jotta arvonmääritys case-osuudessa olisi mahdollista. Opinnäytetyö prosessina oli sellainen, mitä olin odottanutkin. Opiskeluaikana tehdyt projektit oikeiden yritysten kanssa helpottivat opinnäytetyön tekemistä. Kouluprojektien aikana opittu kommunikointi oikeiden yritysten kanssa helpotti työn tekemistä. Haastavaa oli kuitenkin se, että tutkimuksen vastuu oli kokonaan itsellä.

Opinnäytetyön aihe saatiin valittua jo elokuussa 2013. Virallisesti tutkimuksen tekeminen aloitettiin vasta tammikuun alussa. Syynä lievään aikataulun viivästymiseen oli oman yrityksen ja sen liiketoiminnan suunnitteluun käytetty aika. Toisaalta lievä aikataulun venyminen mahdollisti se, että vuoden 2013 tilinpäätöstiedot saatiin käyttöön.

Alkuperäinen tavoite oli saada tutkimus valmiiksi huhtikuun aikana 2014.

Alkuvaiheessa tapahtunut aikataulun venyminen saatiin kiinni oikein hyvin ja alussa suunniteltu valmistumisaika toteutui. Kaikenkaikkiaan prosessinhallinta onnistui mallikkaasti.

Viitekehysten laatiminen oli suhteellisen haastavaa, koska aiheesta löytyy erittäin paljon materiaalia. Haastavaksi sen teki nimenomaan materiaalin tiivistäminen luettavaan ja selkeään muotoon. Opinnäytetyössä onnistuin mielestäni tiivistämään laajan materiaalin helposti luettavaan ja omaksuttavaan muotoon. Materiaalin tiivistäminen oli yksi suurimmista asioista, jonka opin opinnäytetyötä tehdessä. Arvonmäärittämissä kirjoittaminen oli suhteellisen helppoa, mutta tuottovaatimusten määrittäminen oli haastavinta koko opinnäytetyössä. Jos tuottovaatimus määritettäisiin virheellisesti, niin sen vaikutukset näkyisivät koko opinnäytetyön lopputuloksessa. Itse laskeminen ei ollut haastavaa, vaan haasteeksi muodostui kaikkein eri muuttujien löytäminen ja määrittäminen, joita CAP-malli vaati. Alkutavoitteena itselläni oli, että oppisin syy- ja seuraussuhteita. Opinnäytetyö opetti minulle, kuinka pienenkin asian muutos vaikuttaa lopputulokseen.

Opinnäytetyötä tehdessä sain valtavasti uutta tietoa, kuinka yrityksen arvonmäärittämisprosessi suoritetaan alusta loppuun. Toimeksiantaja on ollut erittäin yhteistyökykyinen ja joustava. Työn avulla he tulevat saamaan paljon tärkeää tietoa yrityksen tilasta, erityisesti sen arvosta.

Lähteet

Alhola, K., Lauslahti, S. 2000. Laskentatoimi ja kannattavuuden hallinta. Helsinki: WSOY.

Balance Consulting 2014. Tunnuslukuopas. Luettavissa: <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>. Luettu 13.1.2014

Balance Consulting 2014. Balance arvo. Malliraportti.pdf. Luettu 2.2.2014

Blomqvist, L., Blummeé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonen, L. 2001. Due Diligence osana yrityskauppaa. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Breadley R., Myers S., 2003. Principles of Corporate Finance, International Edition. 7.painos. New York, The McGraw-Hill Companies, Inc

Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. 1996. Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York: JohnWiley & Sons.

Eskola, J., Suoranta, J., 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino.

Hirsjärvi, S., Huttunen, J., 1995. Johdatus kasvatustieteisiin. Porvoo: WSOY.

Kinnunen, J., Laitinen, E., Laitinen, T., Leppiniemi, J. & Puttonen, V. 2006. Mitä on yrityksen taloushallinto. Keuruu: Otavan Kirjapaino.

Kallunki, J-P., Niemelä, J. ,Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. 2004. Helsinki: Talentum.

Kallunki, J-P.,Lantto, A-M. & Sahlström, P. 2008. Tilinpäätösanalyysi IFRS-maailmassa. Helsinki: Talentum.

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

Knüpfer, S., Puttonen, V., 2007. Moderni rahoitus. Helsinki: WSOY.

Laitinen, E-K., 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Kauppakaari.

Leppiniemi, J., 1999. Omaisuuden arvo: Arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Helsinki: Kauppakaari.

Leppiniemi, J., 2006. Tilinpäätöksen tulkinta. Helsinki: WSOY.

Meggison, W. L., 1997. Corporate Finance Theory. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.

Mäntyneva, M., Heinonen, J. & Wrangé, K. 2008. Markkinointitutkimus. Helsinki: WSOY.

Nordnet 2014. Tuottovaatimuksen määrittämisestä Capital Asset Pricing-mallilla. Luettavissa: <http://www.nordnetblogi.fi/osakkeen-tuottovaatimuksen-maarittaminen-capital-asset-pricing-mallilla/19/09/2013/>. Luettu 14.1.2014

Pasonen, E., Hiltunen, M. & Turunen, H. 2000. Miten myyn yritykseni - käytännön opas Pkyrittäjälle. Helsinki: Kauppakaari.

Pöysti, J., 2006. Rahoitusalan yrityksen arvonmäärittäminen. Lappeenranta, Kauppatieteiden osasto: Pro Gradu –tutkielma. 89s.

Pörssisäätiö 2014. Beta-kerroin.

Luettavissa:<http://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/beta-kerroin/>. Luettu 15.1.2014

Rantala, J., 2012. Arvonmäärittäminen yrityskaupassa. Suomen Yrittäjät: Sypoint Oy.

Salmi, L., 2006. Mitä tilinpäätös kertoo? Helsinki: Edita.

Sharpe, W. F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance. Vol 19, 425–442.

Suomen Asiakastieto Oy 2014. Yritys Oy:n tilinpäätöstiedot.

Luettavissa: <https://www.asiakastieto.fi/data/atdbrow?template=&session=220697608&cuserid=1986>. Luettu 2.3.2014

Suomen Asiakastieto Oy 2014. Yrityksen perustiedot. Luettavissa:

<http://www.asiakastieto.fi/web/fi/asiakastieto/yritys;jsessionid=6AC537D66521EDFBF5BD15DADBF10903>. Luettu 10.5.2014

Suomen Pankki 2014. Suomen valtion viitelainojen korot. Luettavissa:

http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_valkapaperit_vitelainojen_korot_fi.aspx. Luettu 20.2.2014

Tilastokeskus 2014. Toimialaluokitukset.

Luettavissa: <http://www.stat.fi/meta/luokitukset/toimiala/001-2008/47621.html>.
. Luettu 27.2.2014

Van Horne, J. C., 1995. Financial Management and Policy, 10th edition. New Jersey: A Simon & Schuster Company Englewood Cliffs.

Virtanen, K., 1976. Yrityksen arvon määrittämisen ongelmia I – III. Teoksessa Artto, E. Laskentatoimi, rahoitus osa 2. Helsinki: Gaudeamus.

Yrittäjät 2014. Yritys- ja osinkoverotuksen muutokset.

Luettavissa:<http://www.yrittajat.fi/fi-FI/verotjarahat/verot/verot-2014/>. Luettu
19.3.2014

Liitteet

Liite 1. Tuloslaskelma ja tase vuosilta 2010 – 2013

Tuloslaskelma	2011	2012	2013
LIKEVAIHTO	80 881,86 €	84 871,19 €	66 923,96 €
Liiketoiminnan muut tuotot	- €	- €	
Materiaalit ja palvelut	- 26 287,94 €	- 32 306,08 €	- 11 860,21 €
Henkilöstökulut	- 5 740,12 €	- 20 195,85 €	- 23 221,14 €
Liiketoiminnan muut kulut	- 33 069,42 €	- 27 623,42 €	- 24 496,85 €
KÄYTTÖKATE	15 784,38 €	4 745,84 €	7 345,76 €
Poistot ja arvonalentumiset	- 1 799,22 €	- 1 349,41 €	- 1 012,06 €
LIKEVOITTO /TAPPIO	13 985,16 €	3 396,43 €	6 333,70 €
Rahoitustuotot ja -kulut	15,62 €	- 69,71 €	- 245,10 €
VOITTO/TAPPIO ENNEN SATUNNAISIA ERI-	14 000,78 €	3 326,72 €	6 088,60 €
Satunnaiset erät	- €	- €	- €
VOITTO/TAPPIO ENNEN TILINPÄÄTÖSSIIR-	14 000,78 €	3 326,72 €	6 088,60 €
Tilinpäätössiirrot	- €	- €	- €
Välittömät verot	- 3 755,15 €	- 825,11 €	- 1 532,11 €
TILIKAUDEN VOITTO/TAPPIO	10 245,63 €	2 501,61 €	4 556,49 €

TASE	2011	2012	2013
VASTAAVAA			
PYSYVÄT VASTAAVAT			
Maa- ja vesialueet			
Rakennuks ja rakennelmat			
Muut aineelliset hyödykkeet	5 397,67 €	4 048,26 €	3 036,20 €
Koneet ja kalusto			
Muut osakkeet ja osuudet			
VAIHTUVAT VASTAAVAT			
Vaihto-omaisuus	13 255,31 €	8 570,74 €	10 279,88 €
Myyntisaamiset	1 269,00 €	3 629,88 €	3 930,16 €
Muut saamiset	3 030,04 €	591,71 €	
Raha- ja pankkisaamiset	7 379,83 €	4 761,35 €	8 536,50 €
VASTAAVAT YHTEENSÄ	30 331,85 €	21 601,94 €	25 782,74 €

VASTATTAVAA			
OMA PÄÄOMA			
Osakepääoma	2 500,00 €	2 500,00 €	2 500,00 €
Muu oma pääoma			
Poistoero			
Tilikauden voitto/tappio	10 361,88 €	2 501,61 €	4 556,49 €
Edellisten tilikausien voitto/tappio	4 723,75 €	14 435,63 €	15 357,24 €
OMA PÄÄOMA YHTEENSÄ	17 585,63 €	19 437,24 €	22 413,73 €
VIERAS PÄÄOMA			
PITKÄAIKAINEN VIERAS PÄÄOMA			
Lainat rahoituslaitoksilta			
LYHYTAIKAINEN VIERAS PÄÄOMA			
Korollinen lyhytaikainen velka			
Saadut ennakot			
Ostovelat	2 645,60 €		
Muut velat	10 100,62 €	2 164,70 €	3 369,01 €
VIERAS PÄÄOMA YHTEENSÄ	12 746,22 €	2 164,70 €	3 369,01 €
VASTATTAVAA YHTEENSÄ	30 331,85 €	21 601,94 €	25 782,74 €

Liite 2. Tulevaisuuden ennuste vuosille 2014 – 2016

Tuloslaskelma	2014	2015	2016
LIKEVAIHTO	68 931,68 €	70 999,63 €	73 129,62 €
Liiketoiminnan muut tuotot	- €	- €	- €
Materiaalit ja palvelut	- 12 097,41 €	- 12 339,36 €	- 12 586,15 €
Henkilöstökulut	- 20 000,00 €	- 21 000,00 €	- 22 000,00 €
Liiketoiminnan muut kulut	- 14 000,00 €	- 14 280,00 €	- 14 565,60 €
KÄYTTÖKATE	22 834,26 €	23 380,27 €	23 977,87 €
Poistot ja arvonalentumiset	- 2 000,00 €	- 2 000,00 €	- 2 000,00 €
LIKEVOITTO /TAPPIO	20 834,26 €	21 380,27 €	21 977,87 €
Rahoitustuotot ja -kulut	- 100,00 €	- 100,00 €	- 100,00 €
VOITTO/TAPPIO ENNEN SATUNNAISIA ERI-	20 734,26 €	21 280,27 €	21 877,87 €
Satunnaiset erät			
VOITTO/TAPPIO ENNEN TILINPÄÄTÖSSIIRT-	20 734,26 €	21 280,27 €	21 877,87 €
Tilinpäätössiirrot			
Välittömät verot	- 4 146,85 €	- 4 256,05 €	- 4 375,57 €
TILIKAUDEN VOITTO/TAPPIO	16 587,41 €	17 024,21 €	17 502,29 €

TASE	2014	2015	2016
VASTAAVAA			
PYSYVÄT VASTAAVAT			
Maa- ja vesialueet			
Rakennuks ja rakennelmat			
Muut ainelliset hyödykkeet	2 000,00 €	1 000,00 €	
Koneet ja kalusto	1 000,00 €	500,00 €	
Muut osakkeet ja osuudet			
VAIHTUVAT VASTAAVAT			
Vaihto-omaisuus	10 000,00 €	10 000,00 €	10 000,00 €
Myyntisaamiset	3 500,00 €	3 500,00 €	3 500,00 €
Muut saamiset			
Raha- ja pankkisaamiset	16 707,39 €	15 099,53 €	25 350,68 €
VASTAAVAT YHTEENSÄ	33 207,39 €	30 099,53 €	38 850,68 €

VASTATTAVAA			
OMA PÄÄOMA			
Osakepääoma	2 500,00 €	2 500,00 €	2 500,00 €
Muu oma pääoma			
Poistoero			
Tilikauden voitto/tappio	16 587,41 €	17 024,21 €	17 502,29 €
Edellisten tilikausien voitto/tappio	11 619,98 €	8 075,31 €	16 348,39 €
OMA PÄÄOMA YHTEENSÄ	30 707,39 €	27 599,53 €	36 350,68 €
VIERAS PÄÄOMA			
PITKÄAIKAINEN VIERAS PÄÄOMA			
Lainat rahoituslaitoksilta			
LYHYTAIKAINEN VIERAS PÄÄOMA			
Korollinen lyhytaikainen velka			
Saadut ennakot			
Ostovelat			
Muut velat	2 500,00 €	2 500,00 €	2 500,00 €
VIERAS PÄÄOMA YHTEENSÄ	2 500,00 €	2 500,00 €	2 500,00 €
VASTATTAVAA YHTEENSÄ	33 207,39 €	30 099,53 €	38 850,68 €

Liite 3. Toimitusjohtajan haastattelulomake

Yleistä tietoa yrityksestä

- Perustamisvuosi
- Toimipaikka
- Tuotteet ja palvelut
- Yleisesti toiminnasta
- Henkilöstö

Strateginen analyysi

Sisäinen analyysi

- Mitä tuotteita ja palveluita yrityksenne tarjoaa?
- Kenelle tuotteet ja palvelut on suunnattu?
- Miten tuote ja palveluvalikoima eroaa kilpailijoiden tarjoamista?
- Miten tuotteet ja palvelut on hinnoiteltu?
- Minkälaisia haasteita on ollut hinnoittelussa?
- Miten hinnat eroavat kilpailijoista?
- Minkälaisia ovat yrityksen asiakkaat?
- Miten asiakkaat poikkeavat kilpailijoiden asiakkaista?
- Tuotantoprosessi
- Jakelukanavat
- Myynti- ja markkinointistrategia
- Investoinnit ja niiden kannattavuus
- Rahoituksen tilanne
- Henkilöstö ja osaaminen

Ulkoinen analyysi

- Maailman- ja kansantaloudellinen tilanne
- Mahdolliset toimialaan liittyvät muutokset
- Minkälainen kilpailutilanne yrityksellänne on toiminta-alueella?
- Onko kilpailu kansainvälistä?
- Minkälainen on yrityksenne tilanne markkinoilla?
- Mitkä ovat yrityksenne vahvuudet ja heikkoudet

Tulevaisuuden arviointi

- Millainen on odotettu kysynnän kasvu
- Liikevaihdon ennuste seuraaville vuosille

- **Kustannusten tuleva kasvu**
- **Markkinoiden kasvuodotukset**
- **Tulevaisuuden investoinnit**
- **Rahoitus**
- **Jaettavan osingon määrän kasvuennuste**
- **Mahdolliset tulevaisuuden haasteet, riskit ja mahdollisuudet**

Liite 4. Vapaa kassavirta vuosina 2011-2013

VAPAA KASSAVIRTA	2011	2012	2013
LIIKEVOITTO	14 101,41 €	3 396,43 €	6 333,70 €
Osuus osukkuusyhtiöstä	- €	- €	- €
Operatiiviset verot	3 755,15 €	825,11 €	1 532,11 €
Rahoituskulujen verovaikutus	- €	- €	- €
Rahoitustuottojen verovaikutus	- €	- €	- €
OPERATIIVINEN KASSAVIRTA	10 346,26 €	2 571,32 €	4 801,59 €
Poistot	1 799,22 €	1 349,41 €	1 012,06 €
BRUTTOKASSAVIRTA	12 145,48 €	3 920,73 €	5 813,65 €
Muutos käyttö pääomassa	8 937,00 €	- 4 929,00 €	2 636,00 €
Bruttoinvestoinnit	5 397,67 €	4 048,26 €	3 036,20 €
VAPAA OPERATIIVINEN KASSAVIRTA	15 684,81 €	- 5 056,53 €	5 413,45 €
Muut erät (verojen jälkeen)	- €	- €	- €
VAPAA KASSAVIRTA	15 684,81 €	- 5 056,53 €	5 413,45 €