



Metso Outotec yritysjärjestelylle asetettujen synergiatavoitteiden toteutuminen

Eemil Haikara

Haaga-Helia ammattikorkeakoulu

Tradenomitutkinto

Opinnäytetyö

2023

Tiivistelmä

Tekijä Eemil Haikara
Tutkinto Tradenomi
Opinnäytetyön nimi Metso Outotec yritysjärjestelylle asetettujen synergiatavoitteiden toteutuminen
Sivu- ja liitesivumäärä 60 + 0
<p>Metso ja Outotec toteuttivat vuonna 2020 yritysjärjestelyn, jonka tavoitteena oli muodostaa toimialan johtava yhtiö. Yritysjärjestely toteutettiin osittaisjakautumisella, jossa Metson Minerals -liiketoiminta yhdistyi Outotecin kanssa muodostaen Metso Outotecin. Yhdistymisellä odotettiin saavutettavan merkittäviä synergiaetuja yhdistymisen jälkeisen kolmen vuoden aikana.</p> <p>Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli tarkastella yhdistymiselle asetettujen synergiatavoitteiden toteutumista. Opinnäytetyössä hyödynnettiin yksityisijoittajalle saatavissa olevaa julkista tietoa. Alkuperäisten tavoitteiden mukaan yhdistymiseltä odotettiin vuoden 2023 puoleen väliin mennessä 150 miljoonan euron vuositaso liikevaihtosynergioissa ja 100 miljoonan euron vuositaso kulusynergioissa. Yhdistymisen tavoitteena oli myös saavuttaa Investment Grade -tason luottoluokitus sekä mahdollisesti muita rahoituksen synergioita.</p> <p>Liikevaihtosynergioita odotettiin syntyvän ristiinmyynnistä toisiaan täydentävän tuotevalikoiman ja laajentuneen asiakaskannan ansiosta. Kulusynergioita tavoiteltiin hankinnan, valmistuksen ja toimitusketjun optimoinnista sekä yleiskuluista. Rahoituksen synergioille ei annettu arviota.</p> <p>Tutkimuksen perusteella liikevaihtosynergioissa saavutettiin tavoiteltu 150 miljoonan euron vuositaso tavoiteaikatauluun mennessä. Liikevaihtosynergioiden lähteitä ei voitu julkisen raportoinnin perusteella paikallistaa. Tulokset indikoivat sitä, että suurin osa synergioista syntyi laiteliiketoiminnasta, ja palveluliiketoiminnan synergiat alittivat odotukset.</p> <p>Tutkimuksen perusteella kulusynergioissa saavutettiin 383 miljoonan euron vuositaso tavoiteaikatauluun mennessä, ylittäen alkuperäisen tavoitteen yli 3,8 kertaisesti. Kulusynergioita syntyi tulosten perusteella hankinnassa, valmistuksessa ja toimitusketjussa sekä yleiskuluissa.</p> <p>Metso Outotecille myönnettiin alustava Investment Grade -tason luottoluokitus jo ennen yhdistymisen toteutumista. Metson alkuperäisen tason mukainen luottoluokitus saavutettiin keväällä 2023. Tulosten mukaan rahoituksen synergioita syntyi alentuneiden pääomakustannusten muodossa. Yhdistymisellä saavutettiin tavoiteltu vakaa pääomarakenne.</p> <p>Yritysjärjestelyllä saavutettiin sille ennen yhdistymistä asetetut synergiatavoitteet. Integraation ja synergioiden toteutumisen nopeus ylitti odotukset. Synergiatavoitteiden toteutumisen näkökulmasta yritysjärjestely oli erittäin onnistunut. Yhtiö lopetti synergioiden julkisen seurannan ennenaikaisesti, joka vaikeutti analysointia erityisesti liikevaihtosynergioiden osalta.</p>
Asiasanat Synergia, yritysjärjestely, luottoluokitus

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimusmenetelmät ja tutkimuksen tavoitteet	2
1.2	Tutkimusongelma, alakysymykset ja rajaukset	2
2	Yritysjärjestelyt	4
2.1	Yritysjärjestelyn edellytykset ja motiivit	4
2.2	Yritysjärjestely osittaisjakautumalla	5
2.3	Synergiaedut	7
2.4	Liikevaihtosynergiat	8
2.5	Kulusynergiat	11
2.6	Rahoitukselliset synergiat	14
2.7	Synergiat osana integraatioprojektia	15
3	Yritysjärjestelyn tausta	17
3.1	Metso Oyj	17
3.2	Outotec Oyj	21
3.3	Yritysjärjestelyn synergiatavoitteet	25
3.4	Yritysjärjestelyn kulku	26
4	Synergiaetujen toteutuminen	28
4.1	Uuden yhtiön liiketoiminta ja raportointisegmentit	28
4.2	Yritysjärjestelyn synergioiden julkinen seuranta	31
4.3	Liikevaihtosynergiat	33
4.4	Kulusynergiat	37
4.4.1	Hankinnan, valmistuksen ja toimitusketjun kulut	37
4.4.2	Yleiskustannukset	39
4.4.3	Kannattavuus	42
4.5	Rahoituksen optimoinnin synergiat	43
5	Pohdinta	47
5.1	Yhteenveto tuloksista	48
5.2	Johtopäätökset ja kehittämissuhteet	51
5.3	Oman prosessin arviointi	52
	Lähteet	54

1 Johdanto

Yrityskaupat ja -järjestelyt ovat pörssissä merkittäviä tapahtumia, jotka herättävät sijoittajien mielenkiinnon ja käynnistävät spekulatiot yritysten ympärillä. Yrityskauppoja ja -järjestelyjä perustellaan usein synergiaeduilla. Valitettavan usein arvioidut synergiat jäävät kuitenkin saavuttamatta. Yritysten arvojen, prosessien, toimintatapojen ja resurssien yhdistäminen on usein monimutkaisempaan kuin aluksi arvioidaan. Jokainen yritysjärjestely on omanlainen tapauksensa ja järjestelyissä on tyypillisesti useita asioita, jotka voivat mennä pieleen. Virheelliset arviot yritysjärjestelyiden synergiaeduista tai epäonnistunut synergioiden integraatio voivat johtaa siihen, että omistaja-arvoa tuhoaan.

Erityisesti liikevaihtosynergioiden tarkastelu on opinnäytetöissä uusi asia ja on kiinnostavaa tarkastella, miten niiden seuraaminen onnistuu julkisesti saatavissa olevasta tiedosta. Yksityissijoittajien oikeus tasavertaiseen tietoon on ollut viime aikoina esillä ja tämän vuoksi on myös mielenkiintoista tarkastella, miten yksityissijoittaja kykenee seuraamaan yritysjärjestelyn synergioiden toteutumista.

Metso ja Outotec tiedottivat 4.7.2019 suunnitelmista yhdistyä. Yhdistymisen oli määrä tapahtua osittaisjakautumisella. Osittaisjakautumisessa Metson Minerals -liiketoiminnan oli sovittu yhdistyvän Outotec Oyj:n kanssa muodostaen Metso Outotec Oyj:n. Metsoon osittaisjakautumisessa jäävän Flow Control -liiketoiminnan suunniteltiin jatkavan Metson pörssilistauksella muodostaen itsenäisen virtauksensäätöliiketoimintaan keskittyvän Neles Oyj:n (Outotec 2019b.)

Heinäkuussa 2019 järjestetyssä lehdistötilaisuudessa kerrottiin yhdistymisen tarkoituksena olevan muodostaa alan johtava yhtiö. Yhdistymisessä syntyvän Metso Outotecin arvioitiin vastaavan kokoluokaltaan ruotsalaisen Sandvikin Mining and Rock Technology -segmenttiä. Kyseinen segmentti, joka oli yhtiöille yhteinen verrokki ja alan johtava toimija. (Inderes 2019, 21–23min.)

Yhdistymisen keskiössä olleet merkittävät liikevaihto- ja kulusynergiatavoitteet, tekevät tapauksesta ajankohtaisen. Yhtiöt odottivat yhdistymiselle asetettujen synergiatavoitteiden toteutuvan täysimääräisesti kolmessa vuodessa toteutumishetkestä. Toteutumishetken (30.6.2020) perusteella synergiatavoitteet tulisi olla saavutettu 30.6.2023 mennessä. (Inderes 2019, 30–35min.; Outotec 2019b.)

Synergiaeduille asetettu tavoiteaika on täytynyt noin kaksi kuukautta ennen tämän opinnäytetyön aloittamista. Tapauksen tarkastelu on ajankohtaista ja sitä voidaan tehdä koko ajanjaksolta. Tarkastelujaksoon on mahtunut merkittäviä tapahtumia, kuten Covid-19 pandemia ja Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa. Poikkeuksellisen ajankohdan ja olosuhteiden vuoksi tapauksen tarkastelu voi tuottaa ainutlaatuisia tietoja.

1.1 Tutkimusmenetelmät ja tutkimuksen tavoitteet

Opinnäytetyö toteutetaan tapaustutkimuksena. Tapaustutkimus on tutkimusstrategia, jossa tutkimus on tyypillisesti laadullinen, mutta sitä voidaan käyttää myös määrällisessä tutkimuksessa (Piekkari & Welch 2020, luku 13). Tapaustutkimuksessa yhtä tai useampaa tapahtumaa tarkastellaan niille luontaisessa kontekstissa (Eriksson & Koistinen 2014, 4–7). Tapaustutkimus ei pyri yleistettävyyteen siinä määrin kuin esimerkiksi kyselytutkimus, vaan tuottamaan uutta tietoa tarkasteltavan tapauksen taustalla vaikuttavasta dynamiikasta, mekanismeista, prosesseista ja lainalaisuuksista (Jyväskylän yliopisto 2015).

Toisin kuin usein ajatellaan, myös yksittäistapaustutkimus mahdollistaa monenlaista vertailua. Yksittäinenkin tapaus sisältää useimmiten useita mahdollisia analyysiyksiköitä. Vertailua voidaan tehdä sijainnin mukaan, yli ajan sekä makro- ja mikrotasolla. (Piekkari & Welch 2020, luku 13.)

Opinnäytetyöni tutkimuksessa on selvä rajaava tapahtuma eli yhdistyminen, jonka ympärille vertailu syntyy. Yhdistymistä edeltävää tilannetta verrataan yhdistymisen jälkeiseen tilanteeseen, jonka perusteella arvioidaan yhdistymisen aiheuttamia muutoksia. Koska konteksti on vahvasti mukana tapaustutkimuksessa, tapauksen taustat ja konteksti kartoitetaan osana tutkimusta.

Tutkimukseen tarvittava aineisto on julkisesti saatavilla pörssiyrityöiden tiedonantovelvollisuuden puolesta, eikä sitä tarvitse erikseen tutkimusta varten kerätä. Tutkimuksessa käytetään Metso Oyj:n, Outotec Oyj:n ja Metso Outotec Oyj:n julkista raportointia, kuten vuosikertomuksia, tilinpäätöksiä, osavuositarkastuksia, toimintakertomuksia, sijoittajaesityksiä, pörssitiedotteita ja lehdistötiedotteita. Näiden lisäksi tutkimuksessa käytetään ulkopuolisia lähteitä ja alan kirjallisuutta. Synergiaetujen toteutumista kuvaavat laskelmat tehdään taulukkolaskentaohjelmalla. Laskelmia varten aineisto jalostetaan yhtiöiden raportoinnista laskelmien vaatimaan muotoon.

1.2 Tutkimusongelma, alakysymykset ja rajaukset

Opinnäytetyön tutkimusongelma on:

- Miten Metso Outotec yritysjärjestelylle asetetut synergiatavoitteet toteutuivat?

Tutkimuksen alakysymykset ovat:

- Kuinka liikevaihtosynergioille asetetut tavoitteet toteutuivat?
- Kuinka kulusynergioille asetetut tavoitteet toteutuivat?
- Syntyikö yhdistymisessä rahoituksen optimoinnin kautta muita synergioita?

Hypoteesini on, että yhdistymisellä saavutettiin merkittäviä liikevaihto- ja kustannussynergioita, jotka toteutuivat vähintään 4.7.2019 asetettujen tavoitteiden suuruisena (Outotec 2019b). Taulukko

1. helpottaa lukijaa hahmottamaan tutkimuksen loogista etenemistä sekä alakysymysten linkittymistä teoreettiseen viitekehykseen ja tuloksiin.

Taulukko 1. Peittomatriisi alakysymysten linkittymisestä tutkimuksen teoreettiseen viitekehykseen ja tuloksiin

Alakysymys	Teoreettinen viitekehys	Tulokset
Kuinka liikevaihtosynergioille asetetut tavoitteet toteutuivat?	2.1, 2.3, 2.4, 2.7	4.2, 4.3, 5.1
Kuinka kulusynergioille asetetut tavoitteet toteutuivat?	2.1, 2.3, 2.5, 2.7	4.2, 4.4, 5.1
Syntyikö rahoituksen optimoinnin kautta muita synergioita?	2.1, 2.3, 2.6, 2.7	4.2, 4.5, 5.1

Tutkimuksessa tarkastellaan tapausta yksityissijoittajalle saatavilla olevan julkisen tiedon näkökulmasta. Arvopaperimarkkinalain (14.12.2012/746) 4 §:n mukaan pörssiyhtiöillä on tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan. Ne ovat velvollisia pitämään olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot riittävästi ja tasapuolisesti saatavilla. Mielestäni yksityissijoittajan näkökulma on mielenkiintoinen, koska samalla syntyy käsitys siitä, miten hyvin yksityissijoittaja pystyy seuraamaan synergioiden toteutumista julkisen raportoinnin pohjalta.

Tutkimuksessa tarkastellaan pääsääntöisesti 30.6.2020–30.6.2023 ajanjaksoa. Kyseinen ajanjakso oli liikevaihto- ja kulusyngeriätavoitteiden toteutumiseksi 4.7.2019 asetettu aikaraja (Inderes 2019, 30–33min). Tätä edeltävää aikaa käsitellään yhtiöiden ja yritysjärjestelyn taustaa kartoitettaessa sekä vertailtaessa yhdistymistä edeltävää tilannetta, yhdistymisen jälkeiseen tilanteeseen.

Yhtiöiden osalta tarkastelu on rajattu vain Metsoon, Outoteciin ja Metso Outoteciin. Neles jää tutkimuksessa tarkastelun ulkopuolelle, koska sen toiminnan tarkastelu ei ole millään tavalla olennaista tutkimuksen tavoitteiden kannalta. Tutkimuksessa keskitytään yritysjärjestelyn synergiaetuihin. Muita yritysjärjestelyn osa-alueita sivutaan tutkimuksessa siltä osin kuin se on tutkimuksen tavoitteiden, kontekstin ja lukijan ymmärryksen kannalta olennaista.

2 Yritysjärjestelyt

Yritysjärjestely termi juontaa juurensa vero-oikeudesta. Yrityskaupoista ja -järjestelyistä puhuttaessa käytetään usein kansainvälistä termiä M&A (mergers and acquisitions) (Immonen 2022, luku 1.1). Yritysjärjestelyihin kuuluvat elinkeino- ja tuloverolain mukainen sulautuminen ja jakautuminen sekä EVL:n mukainen osittaisjakautuminen, liiketoimintasiirto, osakevaihto ja yrityksen kotipaikan siirtäminen (VH/3513/00.01.00/2023, luku 1).

Yritysjärjestelyjä käytetään välineinä yritys- ja omistusrakenteiden muutoksille. Yritysjärjestelyjä voidaan tehdä useita peräkkäin, halutun rakenteen saavuttamiseksi. Järjestelyihin voi liittyä osakkeiden vaihtoja tai kauppoja. Järjestelyillä voidaan tavoitella synergiaetuja, kuten suuremmalla koolla saavutettavia mittakaavaetuja, tai päällekkäisten toimintojen karsimisella saavutettavaa kustannustehokkuutta. (Immonen 2022, luku 1.5.)

Käytännössä myös yrityskauppoja käsitellään yritysjärjestelyinä. Yrityskaupat jaetaan toteutustavan mukaan pääasiallisesti liiketoimintakauppoihin eli substanssikauppoihin sekä omistuskauppoihin eli osake- ja yhtiöosuuskauppoihin. (Immonen 2022, luku 1.1). Yrityskauppa on usein osajuna toteutettavien yritysjärjestelyjen kokonaisuutta (Katramo ym. 2013, 28–29).

2.1 Yritysjärjestelyn edellytykset ja motiivit

Markkinoiden kasvuodotukset ja omistajien tuotto-odotukset luovat yrityksille paineita kasvaa ja täyttää niille asetetut odotukset (Katramo ym. 2013, 30). Yritys voi kasvaa kahdella tavalla, orgaanisesti ja epäorgaanisesti (Koller, Goedhart & Wessels 2020, 160). Suunniteltaessa kasvustrategiaa yritysjohton tulee päättää, kumman tyyppistä kasvua tavoitellaan (Katramo ym. 2013, 25).

Orgaanista kasvua voi syntyä kahdella tavalla. Ensimmäinen tapa on kasvaa orgaanisesti liiketoimintaportfolion kasvun kautta eli tulojen kasvun myötä. Tämä tapahtuu yrityksen olemassa olevien markkinasegmenttien laajentuessa. Toinen tapa on kasvaa orgaanisesti markkinaosuuden kasvun kautta, jolloin yrityksen osuus tietystä markkinasta kasvaa kilpailijoiden kustannuksella. Epäorgaanista kasvua syntyy yritysjärjestelyjen- ja kauppojen kautta. (Koller ym. 2020, 160.)

Yrityskauppa itsessään on yritysjohton strateginen päätös, johon yleensä liittyy jonkin uhan tai mahdollisuuden havaitseminen. Yrityskauppa sitoo paljon resursseja, mutta tarjoaa tehokkaan kasvumahdollisuuden. (Katramo ym. 2013, 24.) Empiiriset tutkimukset osoittavat, että vähintään kolmasosa suurista yrityskaupoista on tappiollisia hankkivan yhtiön osakkeenomistajille (Koller ym. 2020, 625). Suuri osa yrityskaupoista epäonnistuu, sillä kaikkiin epävarmuustekijöihin ei voida vaikuttaa, vaikka suunnittelu ja toteutus olisi tehty huolella (Katramo ym. 2013, 59).

Yrityskaupan taustalla on useimmiten pyrkimys kannattavuuden parantamiseen ja markkina-ase-
man vahvistamiseen. Yrityssostot voivat kohdistua esimerkiksi kilpailijoihin, alihankkijoihin tai asiak-
kasiin. (Katramo ym. 2013, 30.) Yrityskaupan taustalla olevia motiiveja voi olla useita, kuten: mitta-
kaavaetujen ja markkinavoiman lisääminen, taloudellisen tehokkuuden parantaminen, diversifointi,
markkinaosuuden valtaaminen, siirtyminen uusille markkina-alueille, kilpailuedun hankkiminen ja
synergiaetujen saavuttaminen. (Katramo ym. 2013, 19–35.)

Strategian mukaan yrityskauppoja jaotellaan horisontaalisiin-, vertikaalisiin-, konsentrisiin- ja kong-
lomeraattisiin yrityskauppoihin. Horisontaalisessa yrityskaupassa ostaja ja kohde kilpailevat sa-
malla toimialalla ja markkinoilla. Vertikaalisessa yrityskaupassa ostaja ja kohde ovat samalla toi-
mialalla, mutta toimivat arvoketjun eri osissa. Konsentrisessa yrityskaupassa ostaja ja kohde ovat
eri toimialalla, mutta samoilla markkinoilla ja niiden markkinointi- ja jakelukanavat tai teknologia ja
tutkimus- ja kehitystoiminta ovat yhteensopivia keskenään. Konglomeraattisessa yrityskaupassa
kohde toimii ostajalle kokonaan uusilla markkinoilla ja keskittyy ostajan kannalta kokonaan uusiin
tuotteisiin. (Katramo ym. 2013, 27–28.)

2.2 Yritysjärjestely osittaisjakautumalla

Veroneutraali osittaisjakautuminen tuli mahdolliseksi elinkeinoverolakiin (2006/1424) 29.12.2006
lisättyjen säännösten puolesta. Uutta säännöstöä alettiin soveltaa osittaisjakautumisiin 1.1.2007
alkaen. Tätä aiemmin osakeyhtiölaki mahdollisti osittaisjakautumisen, mutta sitä ei huomioitu elin-
keinoverolaissa, jonka vuoksi sitä ei ollut verotuksellisesti kannattavaa toteuttaa. (Hakola
23.1.2007.) Mikäli osittaisjakautumista ei toteuteta EVL:n edellytysten mukaisesti, jakautuvan yh-
tiön katsotaan purkautuvan verotuksessa siltä osin kuin varallisuutta siirretään. Purkautuminen rea-
lisoi luovutusvoittoverotuksen, jonka vuoksi osittaisjakautuminen on verotuksellisesti kannattavaa
vain EVL:n mukaisesti. (VH/3512/00.01.00/2023, luku 6.)

EVL:n (29.12.2006/1424) 52 c §:n ensimmäisen momentin toisen kohdan mukaan osittaisjakautu-
misessa:

osakeyhtiö selvitysmenettelyttä siirtää, ilman että se purkautuu, yhden tai useamman liiketoi-
mintakokonaisuutensa sellaisenaan yhdelle tai useammalle osakeyhtiölle ja jättää vähintään
yhden liiketoimintakokonaisuuden siirtävään yhtiöön

Verohallinnon syventävän ohjeen mukaan liiketoimintakokonaisuudella tarkoitetaan itsenäisesti toi-
meentulevaa taloudellista yksikköä, joka pystyy harjoittamaan itsenäistä elinkeinotoimintaa. Liike-
toimintakokonaisuudesta ei voida veroneutraalissa osittaisjakautumisessa jättää ulkopuolelle liike-
toimintakokonaisuuteen kuuluvia varallisuuseriä. (VH/3512/00.01.00/2023, 4.2.1.)

Osittaisjakautuminen eroaa kokonaisjakautumisesta siinä määrin, että osittaisjakautumisessa jakautuvaan yhtiöön jää vähintään yksi liiketoimintakokonaisuus ja yhtiö jää edelleen olemaan. Kokonaisjakautumisessa yhtiö siis lakkaa aina kokonaan olemasta ja näin ollen yhtiön juridinen identiteetti muuttuu sen jakautuessa. Toinen ero on, että osittaisjakautumisessa siirrettävän osan tulee muodostaa liiketoimintakokonaisuus. Kokonaisjakautumisessa siirrettävät osat ovat vapaammin jaettavissa. (Katramo ym. 2013, 186–189.)

EVL:n 52 c §:n ensimmäisessä momentissa säädetään jakautumisvastikkeesta:

jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat vastikkeena omistamiensa osakkeiden mukaisessa suhteessa kunkin vastaanottavan yhtiön liikkeeseen laskemia uusia osakkeita tai sen hallussa olevia omia osakkeita; vastike saa olla myös rahaa, kuitenkin enintään kymmenen prosenttia vastikkeena annettavien osakkeiden nimellisarvosta tai nimellisarvon puuttuessa osakkeita vastaavasta osuudesta yhtiön maksettua osakepääomaa

Koska jakautuvan yhtiön omistajat saavat vastaanottavien yhtiöiden osakkeita alkuperäisen omistuksensa mukaisessa suhteessa, omistusosuudet säilyvät ennallaan. Tämä estää osittais- ja kokonaisjakautumisessa omaisuuden jakamisen jakautuvan yhtiön osakkeenomistajien välillä. (Katramo ym. 2013, 187–188.)

TVL:n (29.12.1995/1734) 123 §:n ensimmäisessä momentissa säädetään tappioista:

Yhteisön jakauduttua jakautuvan yhteisön tappiot siirtyvät vastaanottavalle yhteisölle siltä osin kuin on ilmeistä, että tappiot ovat syntyneet vastaanottavalle yhteisölle siirtyneessä toiminnassa. Muilta osin tappiot siirtyvät samassa suhteessa kuin jakautuvan yhteisön varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain 2 luvussa tarkoitettu nettovarallisuus siirtyy vastaanottaville yhteisöille. Jos jakautuvan yhteisön verotuksessa on useita tulolähteitä, tulolähteen vahvistetut tappiot siirtyvät niille vastaanottaville yhtiöille, joilla on vastaava tulolähde.

Vahvistetut tappiot ovat verotuksessa vähennyskelpoisia. Ne siirtyvät osittaisjakautumisessa vastaanottavalle yhtiölle, sillä edellytyksellä, että tappiot voidaan suoraan kohdistaa sille liiketoiminnalle, jonka yhtiö vastaanottaa. Jos tappioita ei voida kohdistaa suoraan tiettyyn liiketoimintaan, jaetaan tappiot vastaanottaville yhtiöille vastaanotettavan liiketoiminnan arvon suhteessa jakautuvan yhtiön nettovarallisuudesta. Tilanteessa, jossa jakautuvalla yhtiöllä on useita tulonlähteitä, joihin tappiot voidaan kohdistaa, jaetaan tappiot niille vastaanottaville yhtiöille, jotka ottavat vastaan näitä tulonlähteitä. (Katramo ym. 2013, 190.)

EVL:n 52 c §:n neljännessä momentissa säädetään varauksista:

Jakautuvan yhtiön verotuksessa vähennetyt varaukset, jotka kohdistuvat tiettyyn toimintaan, siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle, jolle siirrettyyn toimintaan varaus kohdistuu.

Osittaisjakautumisessa muut varaukset siirtyvät jakautuvalle yhtiölle ja vastaanottavalle yhtiölle samassa suhteessa kuin jakautuvan yhtiön nettovarallisuus jakautuu näille yhtiöille.

2.3 Synergiaedut

Synergialla tarkoitetaan yrityskauppojen kontekstissa sitä, että yritysten arvo on yhdistettyinä suurempi kuin erillään itsenäisinä yrityksinä (DePamphilis 2022, 565). Synergiat noudattavat kaavaa $2 + 2 = 5$. Yritysten muodostama kokonaisuus on tällöin holistinen eli arvoltaan suurempi kuin osiensa summa. Yrityskauppojen taustalla on usein ajatus siitä, että hankinnalla saavutetaan synergiaetuja (Katramo ym. 2013, 34).

Synergian syntymisen edellytyksenä on, että hankkivan yrityksen toiminta ja resurssit ovat mahdollisimman yhteensopivat hankittavan kohteen toiminnan kanssa (Katramo ym. 2013, 34). Synergioita tulee kuitenkin aina arvioida tapauskohtaisesti. Vaikka synergiat kasvattaisivat yrityksen tehokkuutta, voivat muut tekijät, kuten suuremman yrityksen kompleksisuudesta johtuvat lisäkustannukset olla suuremmat kuin saatava hyöty. (DePamphilis 2022, 5.; Katramo ym. 2013, 98.) Synergialähteiden ja synergioiden suuruuksien verifiointi ja analysointi on merkittävä osa prosessia, jossa liiallinen pessimismi voi johtaa neuvotteluiden päättymiseen ja liiallinen optimismi ylihinnan maksamiseen (Katramo ym. 2013, 44).

Hankkivan osapuolen johto on usein taipuvainen vahvistusharhaan. Heillä voi olla taipumusta yliarvioida synergioita ja keskittyä omaa näkemystään tukevaan tietoon, koska he ovat henkisesti sitoutuneita tekemään kaupan. Objektiviisuuteen pyrkiminen on synergioita analysoidessa tärkeää. (DePamphilis 2022, 417.)

Yrityskauppoja käsiteltäessä synergialajeja on useita. (Katramo ym. 2013, 34). Synergiat jaetaan pääasiallisesti kahteen päätyyppiin: liiketoiminnan eli yrityksen operatiivisessa toiminnassa syntyvään synergiaan ja rahoitukselliseen eli rahoituksessa ja verotuksessa syntyvään synergiaan. Logiikka synergioiden pääjaon taustalla on samanlainen, kuin rahavirtojen jako liiketoiminnan rahavirtaan ja rahoituksen rahavirtaan. Liiketoiminnan synergiat syntyvät operatiivisen toiminnan parannuksista suuruuden ja laajuuden ekonomioiden, sekä toimintaa täydentävien resurssien kautta. Rahoituksen synergioilla viitataan lisääntyneeseen rahoitukselliseen tehokkuuteen, joka toteutuu pääasiallisesti alhaisempina pääomakustannuksina. (Corporate Finance Institute 2023.; DePamphilis 2022, 5–7.)

Synergioiden pääjaon lisäksi synergiat voidaan jakaa tarkemmin synergioiden lähteen mukaan. Tällöin synergiat jaetaan tyyppillisesti: liikevaihtosynergioihin, kulusynergioihin, rahoituksellisiin synergioihin, omaisuus eriin liittyviin synergioihin, verotuksellisiin synergioihin ja synergioihin uusista liiketoiminta mahdollisuuksista. Yleisimpiä näistä ovat liikevaihtosynergiat ja kulusynergiat. (Katramo ym. 2013, 97–98.)

2.4 Liikevaihtosynergiat

Historiallisesti kulusynergiat ovat olleet yrityskauppojen keskiössä ja liikevaihtosynergioita ei ole otettu huomioon hankkivan osapuolen arvioidessa kauppahintaa. Liikevaihtosynergioiden on koettu olevan liian vaikeasti mitattavissa ja saavutettavissa. Tämän vuoksi niistä ei ole haluttu maksaa kauppahinnassa ja julkistaa yrityskaupan tavoitteina. Liikevaihto- ja kulusynergioiden välinen dynamiikka on sittemmin muuttunut ja liikevaihtosynergioiden painoarvo yrityskaupoissa on kasvanut (KPMG 2015, 11.; PricewaterhouseCoopers 2023, 13.)

Liikevaihtosynergiat ovat kriittisiä arvon luonnin ja kestävän kasvun kannalta, sillä kulusynergiat eivät ole pitkällä aikavälillä aina yhtä kestäviä. Tämä johtuu esimerkiksi kulukurin heikkenemisestä yrityskaupan integraatioperiodin jälkeen. (DePamphilis 2022, 417.) Toisaalta liikevaihtosynergioiden saavuttaminen vie yleensä huomattavasti kulusynergioita pidempään (Chartier, Liu, Raberger & Silva 2018).

Liikevaihtosynergiaa voidaan saada aikaan ristiinmyynnillä, kun hankittavan yrityksen ja hankkivan yrityksen asiakaskannat eroavat toisistaan. Tällöin synergiaa odotetaan syntyvän, kun yritysten tuotteita myydään ristiin kummankin asiakkaille. (DePamphilis 2022, 417.; Katramo ym. 2013, 97–98.) Yritysten toimiessa samoilla markkinoilla, yrityskaupan myötä saavutettu myyntikanavien laajentuminen voi synnyttää liikevaihtosynergiaa. Liikevaihtosynergiaa voi syntyä myös maantieteellisellä laajentumisella, kun esimerkiksi tuotteiden myynti aloitetaan alueilla, joilla toinen yritys on toiminut, mutta toinen ei. (Chartier ym. 2018.) Liikevaihtosynergiaa voi syntyä, kun käytetään yritysten osaamista ja resursseja yhdessä ja luodaan uusia tuotteita, joiden kehittämiseen kumpikaan osapuoli ei olisi erillään pystynyt. (DePamphilis 2022, 417)

Tuotteiden ja palveluiden myynti kokonaisuuksina, molempien yritysten tuotteiden ja palveluiden täydentäessä toisiaan, voi luoda mahdollisuuksia liikevaihtosynergialle (Chartier ym. 2018). Lisäksi kasvaneen hinnoitteluvoiman ja markkinaosuuden mahdollistama hintojen nosto voi luoda liikevaihtosynergiaa (Katramo ym. 2013, 34–35). Liikevaihtosynergiaksi lasketaan myös yhdistymisellä saavutettu kiihtynyt tahti, jolla tuotteita saadaan markkinoille (Sirower & Weirens 2022, luku 7). Kuva 1 esittää yhteenvedon liikevaihtosynergioista kolmessa ulottuvuudessa.

Tarjooma	Markkinoille siirtyminen	Paikka
<ul style="list-style-type: none"> • Tuotepaketit ja ratkaisut • Uudelleen brändäys • Brändien laajentaminen • Uudet tuotteet 	<ul style="list-style-type: none"> • Liikevaihdon hallinta • Myyjien tehokkuus ja käyttöönotto • Myynnin kattavuuden optimointi • Myyntikanavien optimointi 	<ul style="list-style-type: none"> • Myyntikanavien laajentuminen päällekkäisillä markkinoilla • Maantieteellinen laajentuminen • Ristiinmyynti

Kuva 1. Liikevaihtosynergioiden kolme ulottuvuutta (mukaillen Chartier ym. 2018)

Liikevaihtosynergiat vaativat useimmiten koko organisaation laajuisia muutoksia liiketoimintaprosesseissa ja taustatekijöissä. Ne pohjautuvat tulevaisuuden muuttujiin kuten: markkinaympäristöön ja kysyntään, ristiinmyynnin onnistumiseen, uudelle markkina-alueelle siirtymisen haasteisiin sekä vaikutuksiin asiakaskokemuksessa. Useiden muuttujien vuoksi liikevaihtosynergioiden suunnittelu ja realisointi on erittäin haastavaa. (PricewaterhouseCoopers 2023, 14.)

Yrityskaupassa syntyvät liikevaihtosynergiat sekoittuvat yleensä muuhun liikevaihtoon, joka tekee niiden erottamisesta erittäin vaikeaa. Perustason liikevaihdolla tarkoitetaan liikevaihtoa, joka on odotettavissa, jos kauppa ei koskaan tapahdu. Yksinkertaisesti asiaa lähestyttäessä liikevaihtosynergiat ovat vain yrityskaupan jälkeisen toteutuneen liikevaihdon ero perustasoon. Realistisen perustason asettaminen on kuitenkin vaikeaa. Liikevaihtosynergioihin liittyvien haasteiden takia monet yritykset epäonnistuvat liikevaihtosynergioiden aktiivisessa arvioinnissa ja seurannassa kokonaan. (Friedman, Reinaud, Barrett, Dawson 2017, 10.)

Liikevaihtosynergioiden arviointi ja seuranta ei ole kuitenkaan mahdotonta, jos valmistelu aloitetaan hyvissä ajoin ja toteutetaan huolella. (Friedman ym. 2017, 10.) Liikevaihtosynergioiden arviointi tapahtuu kaupallisessa Due Diligence -tutkimuksessa, jossa analysoidaan markkinoiden kooka, kasvua ja trendejä. Markkina-analyysin jälkeen tutkitaan kilpailukenttää ja asiakaskäyttäytymistä sekä -preferenssejä. Näissä kahdessa vaiheessa kerätyn tiedon ja ymmärryksen pohjalta tutkitaan mahdollisuuksia liikevaihdon synergioille. (Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Yleinen virhe on tunnistaa ja arvioida korkeatasoisia synergioita ilman operatiivisesta toiminnasta vastaavien henkilöiden osallistumista synergioiden arviointiin. Tämä johtaa tyypillisesti teorian synergiaetuihin, jotka eivät ole käytännössä toteutettavissa ennusteiden mukaisesti (KPMG 2015, 10). Tämä voidaan välttää asettamalla Due Diligence -tiimi ja integraatiotiimi tekemään yhteistyötä

synergioiden arvioinnissa. Integraatiotiimi tuo arviointiin mukaan näkemystä käytännön realiteeteista ja mahdollisista synergioista saadaan tarkemmat ja realistisemmat arviot. (Friedman ym. 2017, 4–5.)

Markkina-analyysissä tutkitaan kohteen palveltavissa olevan markkinan kokoa ja kasvupotentiaalia. Useimmiten kohdeyritys joko aliarvioi omaa osuuttaan markkinasta tai yliarvioi markkinan koon. Tämä selittyy sillä, että vertailukohtana on käytetty koko markkinaa, eikä sitä osaa markkinasta, jota kohde käytännössä resurssiensa puolesta kykenee palvelemaan. Tämän vuoksi on tärkeää muodostaa käsitys siitä, miten suuri kohteen palveltavissa oleva markkina on, sekä mikä on kohteen osuus tästä markkinasta. Tieto markkinan koosta ja kasvunopeudesta on tarpeellista strategian ja kohteen arvonmäärittämisen kannalta. (Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Asiakaskäyttäytymistä ja -preferenssejä analysoitaessa on tärkeää tarkastella asiakkaiden tyytyväisyyttä kohteen tuotteisiin ja/tai palveluihin sekä kohteen jakelukapasiteettia. Jos asiakkaiden mielestä kohteen tuotteet ovat keskinkertaisia ja brändi ei luo lisäarvoa, on epätodennäköistä, että kohteen tuotteita hyödyntämällä saataisiin aikaan liikevaihtosynergioita. Hyvän jakeluverkoston omaava yritys voi esimerkiksi saada merkittäviä liikevaihtosynergioita myymällä kohteen tuotteita omissa kanavissaan, jos kaikki kolme kohtaa toteutuvat:

- asiakkaat arvostavat kohteen tuotteita ja/tai palveluita kilpailijoita enemmän
- asiakkaat ovat valmiina maksamaan kohteen tuotteista ja/tai palveluista
- kohteella on rajallinen jakelukapasiteetti.

(Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Liikevaihtosynergioiden kannalta on tärkeää ymmärtää kohteen asema osana kilpailukenttää. Kilpailuaseman analyysi auttaa ymmärtämään kohteen ongelmat ja mahdollisuudet. Kohde voi olla esimerkiksi asemoitunut palvelemaan asiakassegmenttinsä tarpeita kilpailijoitaan paremmin ja paremmilla hinnoilla. Tämän kaltainen tieto kilpailukentästä antaa varmuutta kohteen strategian toimivuudesta ja synergiamahdollisuuksista. Jos kohde taas menettää jatkuvasti asemaansa kilpailijoille, jotka tarjoavat tavoiteltujen asiakassegmenttien tarpeille parempia tuotteita, paremmilla hinnoilla, voidaan olettaa, että kohteen strategia ei toimi. Tällaisessa tilanteessa on tärkeää tiedostaa kasvun saavuttamisen vaativan merkittäviä toimenpiteitä. (Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Asiakassuhteita analysoidaan asiakaspysyvyyden kautta. Vaikka kohde olisi asemoitunut kilpailukenttään huonosti, voivat vuosia kehittyneet hyvät asiakassuhteet pelastaa sen. Asiakkaat voivat haluta kohteen pysyvän kilpailukentässä, koska kohde pitää yllä hintakilpailua tai asiakkaat arvostavat sen brändiä. Tällaiset tekijät voivat vaikuttaa asiakkaiden pysyvyyteen myös tilanteissa,

joissa kohteen asema kilpailukentässä on sen kilpailijoita huonompi. (Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Asiakassuhteiden tasapaino ja asiakassuhteiden määrän kasvu ovat elintärkeitä jatkuvan tulovirran, kasvun sekä liikevaihtosynergioiden kannalta. Kilpailijoilla asioivien ja kohteen menettämien asiakkaiden ymmärtäminen on tärkeää. Niiltä saatava tieto auttaa hankkivaa osapuolta ymmärtämään, mitä markkinasegmenttejä kohde ei hallitse. (Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Liikevaihtosynergioiden mahdollisuuksia arvioitaessa käytetään kaupallisen Due Diligence -tutkimuksen aiemmissa vaiheissa kerättyä tietoa. Mahdollisuuksia arvioidaan kuvan 1 mukaisten mahdollisuuksien perusteella. Tärkeitä kysymyksiä arvioinnin tueksi ovat muun muassa:

- Miten kohdeyrityksen tuotevalikoima täydentää nykyistä tuotevalikoimaa?
- Voivatko yritykset hyötyä toistensa asiakkaista tai markkina-alueista?
- Mitä asiakkaiden ongelmia ja tarpeita yhtiöt yhdistämällä voidaan ratkaista?
- Onko nykyisillä markkinoilla hyödyntämätöntä potentiaalia, jota yritysten tuotteita soveltamalla voidaan hyödyntää?
- Mitä asiakkaiden ongelmia ratkaisemalla asiakaspysyvyys parantuu?
- Löytyikö tutkimuksessa muuttuvia tai täyttämättömiä asiakkaiden tarpeita, joita yhdistynyt yhtiö voi tyydyttää?

(Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

2.5 Kulusynergiat

Kulusynergiat ovat yritysten prosessien ja järjestelmien yhdistymisen seurauksena syntyviä kustannussäästöjä. Niitä syntyy hyödyntämällä suuruuden ja laajuuden ekonomioita sekä yrityskaupalla hankittujen täydentävien resurssien myötä. Kulusynergioihin lasketaan myös aiemmin suunnitellut investoinnit, jotka yhdistymisellä vältetään. Henkilöstön kohdalla päällekkäisten tehtävien poistaminen ja kaupan seurauksena vähentyneet palkkiot lasketaan kulusynergiaksi. (DePamphilis 2022, 6–7.; Sirower & Weirens 2022, luku 7.)

Suuruuden ja laajuuden ekonomiat ovat syy siihen, että suurten yhtiöiden keskimääräiset kokonaiskustannukset ovat yleensä alhaisemmat kuin pienten. Täydentävät resurssit, kuten laitteet ja järjestelmät, tietotaito ja muut kyvyt ovat sellaisia, joita hankkimalla yritys pyrkii kehittämään teknisiä ja innovatiivisia kykyjään tai pääsemään käsiksi niukkoihin resursseihin. (DePamphilis 2022, 5–7.)

Suuruuden ekonomia viittaa tietyllä toiminnan skaalalla yhden tuotteen valmistamiseen kuluvien keskimääräisten kustannusten alenemiseen. Tietyllä toiminnan skaalalla kiinteät kustannukset

pysyvät muuttumattomina, joten jos samalla toiminnan skaalalla voidaan tuottaa enemmän, laskevat yhdelle tuotteelle kohdistuvat kiinteät kustannukset. Kiinteiden kustannusten suhde liikevaihtoon laskee tuotannon ja myynnin kasvaessa. (DePamphilis 2022, 6.; Bowles, Carwin & Stevens 2017, luku 7.2.)

Suuruuden ekonomia vaikuttaa myös muuttuviin kustannuksiin. Keskittämällä hankintoja ja ostamalla suurempia raaka-aine eriä kerrallaan toimittajat usein tarjoavat raaka-ainetta halvempaan hintaan (DePamphilis 2022, 6; Katramo ym. 2013, 35). Halvempaa hankintaa tukee suuremman koon mukanaan tuoma suurempi markkinavoima, jonka ansiosta saavutetaan vahvempi neuvotteluvoima toimittajiin (Bowles ym. 2017, luku 7.2; Katramo ym. 2013, 35). Muuttuvat kustannukset laskevat myös tehostuneen tuotannon kautta, kun tuotantoajat ovat pidempiä, kustannukset tuotantolinjojen kasaamisesta ja käyttöönotosta ovat pienemmät. (DePamphilis 2022, 6)

Laajuuden ekonomia viittaa keskimääräisten kokonaiskustannusten alentumiseen tuottamalla useita tuotteita, keskittämällä tuotantoa, karsimalla päällekkäisyyksiä ja jakamalla resursseja. Laajuuden ekonomia tuotantonäkökulmasta tarkoittaa matalampia kustannuksia, kun keskitetään tuotantoa yhteen paikkaan ja käytetään samoja tuotantolaitoksia, laitteita, työvoimaa, varastoja ja jakelua sen sijaan, että nämä ovat järjestetty moneen eri paikkaan, jokaiseen erikseen. (DePamphilis 2022, 7.; Katramo ym. 2013, 35.)

Laajuuden ekonomia voi tarkoittaa esimerkiksi:

- Hallintokustannusten näkökulmasta yhdestä konttorista tuetaan ja johdetaan useaa tuotantoyksikköä
- Myynnin näkökulmasta myyntitiimit voivat myydä useaa tuotetta yhden tuotteen sijasta
- Jakelun näkökulmasta tuotteet voidaan kuljettaa suoraviivaisemmin ja voidaan kuljettaa useampaa tuotetyyppiä kerralla
- Osaamisen ja fyysisten resurssien näkökulmasta syntyy säästöjä, kun samoilla resursseilla tehdään useita tuotteita.

(DePamphilis 2022, 7.)

Lee, Mauer ja Xu tutkivat työntekijöiden inhimillisen pääoman vaikutusta yrityskauppojen toteutumiseen ja synergioihin yli 29 tuhannessa Yhdysvalloissa vuosina 1997–2012 toteutuneessa yrityskaupassa. (Lee, Mauer & Xu 2018, 112.) Tutkijat tulivat johtopäätökseen, että henkilöstöön liittyvät kulusynergiat ovat suurimmillaan yrityksillä, joilla on laajalti päällekkäisellä inhimillisellä pääomalla varustettuja työntekijöitä. Tällöin molemmista yrityksistä voidaan pitää tehokkaimmat työntekijät, vähentää ylimääräistä henkilöstöä sekä neuvotella palkoista ja eduista. Tutkimuksen mukaan

tapauksissa, joissa inhimillinen pääoma oli toisistaan eroavaa, mutta toisiaan täydentävää, syntyi pääasiallisesti hyötyjä hajautusta tavoittelevissa yrityskaupoissa. (Lee ym. 2018, 112–132.)

Kulusynergiat ovat liikevaihtosynergioita huomattavasti helpommin arvioitavissa ja hallittavissa (PricewaterhouseCoopers 2023, 14; Sirower & Weirens 2022, luku 7). Niitä arvioidaan aiemman taloudellisen raportoinnin pohjalta. Datan perusteella tehdään mallinnuksia, joilla pyritään ennustamaan syntyviä kulusynergioita. Liikevaihtosynergioihin verrattuna, kulusynergioiden arviointiin tarvittavaa dataa on huomattavasti helpommin saatavilla ja se on paremmin sovellettavissa synergioiden mallintamiseen. (PricewaterhouseCoopers 2023, 14.)

Kulusynergioiden arviointi tapahtuu operatiivisessa Due Diligence -tutkimuksessa. Kulusynergioita arvioitaessa yritysten taloudellista raportointia sekä sisäistä dataa kasataan yhteen kokonaiskuvan arvioimiseksi. Tästä datasta poistetaan kertaluonteiset erät vertailukelpoisuuden varmistamiseksi. Kasatusta datasta määritetään perustasot kustannuksille ja henkilöstömäärille eri kustannuspaikoilla, kuten markkinointi-, talous- ja HR-osastoilla. (Deloitte 2023, 2.; Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Kerätyn materiaalin perusteella tiimi tekee oletuksia mahdollisesti nopeasti realisoitavissa oleville synergioille sekä lisäselvitystä vaativille synergioille. (Deloitte 2023, 2). Oletuksia käytetään integraatiosuunnitelmien luomiseen ja kaupan jälkeen niitä käytetään vertailukohtana seurattaessa synergioiden toteutumista (Katramo ym. 2013, 45). Nopeasti realisoitaviin synergioihin kuuluu esimerkiksi kokoaikaisen henkilöstön optimointi sekä päällekkäisten kustannusten kuten kahden yrityksen vakuutusmaksujen, tilintarkastuskulujen ja muiden vastaavien kulujen mukauttaminen yhteen yritykseen. Lisäselvitystä vaativia synergioita ovat muun muassa IT-yksikön ja asiakassuhteiden hallinnan yhdistäminen, myynnin ja logistiikan optimointi sekä kaluston ja toimitilojen käytön rationalisointi. (Deloitte 2023, 2.; Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Havaituista synergioista haastatellaan johtajia ja operatiivisesta toiminnasta vastaavia päälliköitä. Haastattelujen pohjalta arvioidaan tarpeettomia päällekkäisyyksiä, sekä pyritään tunnistamaan mahdollisesti huomaamatta jääneitä synergiamahdollisuuksia. Kun synergiamahdollisuudet ovat kartoitettu, arvioidaan niiden tuomia synergiaetuja. Kun edut ovat tiedossa, arvioidaan kustannuspaikoittain synergioiden realisoinnin vaatimia kertaluonteisia kustannuksia. (Deloitte 2023, 2.; Sirower & Weirens 2022, luku 3.) Samalla arvioidaan käynnissä olevien kustannussäästöprojektien uskottavuutta. Jos näistä projekteista odotetaan kustannussäästöjä, täytyy varmistaa, ovatko ne päällekkäisiä operatiivisessa Due Diligence -tutkimuksessa havaittujen kustannussäästöjen kanssa. Jos ovat niin on tärkeää varmistaa, ettei niitä huomioida laskelmissa kahteen kertaan. (Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

Tehtyjen Due Diligence -tutkimusten pohjalta luodaan yhdistymiselle taloudellinen mallinnus ja malliin perustuva tuloslaskelma. Mallissa tulee huomioida ja selittää auki syntyvät synergiaedut, niiden toimeenpanon vaatimat kertaluonteiset kustannuserät sekä kaikki arvioidut muutokset. Tämän jälkeen tehdään synergioiden integraation toimintasuunnitelma, joka toimii kaupan jälkeisenä ohjenuorana. (Deloitte 2023, 2–3.; Sirower & Weirens 2022, luku 3.)

2.6 Rahoitukselliset synergiat

Rahoituksellisia synergioita voi syntyä muun muassa yrityskaupalla saavutetusta hajautuksesta, verohyödyistä, alentuneista pääomakustannuksista ja kasvaneesta kyvystä rahoittaa potentiaalisia investointeja (Corporate Finance Institute 2023; DePamphilis 2022, 7). Diversifikaatiota eli hajauttamista syntyy, kun yritys hankkii nykyisten liiketoimintarajojensa ulkopuolisia liiketoimia. Tällainen toiminta yrityskauppojen kautta voi luoda rahoituksellisia synergioita alentuneiden pääomakustannusten muodossa ja auttaa yritystä siirtämään toimintansa painopistettä korkeamman kasvun liiketoimiin. Yritys voi diversifikaation kautta alkaa myymään nykyisiä tuotteita uusilla markkinoilla, uusia tuotteita nykyisillä markkinoillaan tai uusia tuotteita uusilla markkinoilla (Corporate Finance Institute 2023.; DePamphilis 2022, 8.)

Rahoitusteorian mukaan tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan, mitä suurempi riski, sitä suurempaa korvausta sijoittajat odottavat sijoittamalleen pääomalle (Kallunki & Niemelä 2012, 149). Hajauttamisella saavutetut suhteellisen korreloimattomat kassavirrat laskevat riskiä, kun yhteen kassavirtaan kohdistuvat riskit tasapainottuvat muilla kassavirroilla (DePamphilis 2022, 7). Yhdistymisellä saavutettu laajempi asiakaskunta ja kilpailuedut voivat myös osaltaan vähentää yritykseen sijoitetulta pääomalta vaadittua tuottoa (Corporate Finance Institute 2023).

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä käytetään yleisesti Capital Asset Pricing -mallia, jossa tuottovaatimuksen ja riskin suhde on lineaarinen (Kallunki & Niemelä 2012, 150). Näin ollen, jos sijoittavat näkevät hajautettujen kassavirtojen, asiakaskunnan tai muun tekijän myötä sijoituskohteen riskin alentuneen, myös pääoman tuottovaatimus laskee, sillä laskennassa käytetty riskikomponentti on alhaisempi. Synergiaa voidaan saada myös verojen muodossa vähennyskelpoisten tappioiden kautta. Hankittaessa kohdeyritys, jolla on verotuksessa vähennyskelpoisia tappioita, hankkiva osapuoli voi käyttää vahvistettuja tappioita verotuksessa ja näin säädellä verotettavaa tuloaan. (Katramo ym. 2013, 36, 98.)

Akbulut ja Matsusaka tutkivat vuonna 2010 diversifikaatiota yrityskaupoissa yli 57 vuoden ajalta. Tutkimuksen mukaan markkinoiden suhtautuminen diversifioiviin yrityskauppoihin muuttui 70- ja 80-luvulla, jolloin diversifioivien yrityskauppojen määrä alkoi laskea ja suhtautuminen diversifikaatioon muuttua negatiiviseksi. Muutoksen syynä oli aiemmin alikehittyneet ulkoiset pääomamarkkinat,

jotka kehittyessään vähensivät yrityksen sisäisen pääoman allokoinnin luomaa arvoa. (Akbulut & Matsusaka 2010, 258–259.)

Xiao ja Xu tutkivat Yhdysvaltalaisia julkisia yhtiöitä vuosien 1976–2015 aikavälillä ja tulivat tulokseen, että hajauttamisen kustannukset ylittävät hajauttamisen edut usealla yhtiöllä. Se ei kuitenkaan päde kaikkiin hajautettuihin yhtiöihin. Tutkimuksen mukaan 43 % hajautetuista yhtiöistä oli kokonaisuutena arvokkaampia, kuin niiden osien summa keskitettyinä yhtiöinä. Tutkijoiden mukaan hajautuksen vaikutukset ovat todennäköisesti monimutkaisempia ja laajempia kuin aiempi tieto antaa ymmärtää. (Xiao & Xu 2019, 92–95.)

2.7 Synergiat osana integraatioprojektia

Yli puolet kaupoista epäonnistuvat tai jäävät tavoitteistaan. Useimmiten arvoa tuhotaan, koska kaupan jälkeinen integraatio on monimutkaista ja haastavaa. (BCG 2023.) Yrityskaupassa pääomakustannukset kaupalle alkavat heti, kun investointi on tehty. Synergioiden realisoinnin tulisi alkaa tehokkaasti heti, sillä viivästyksset voivat koitua kalliiksi. Jotta realisointi voidaan aloittaa heti, tulee integraatio suunnitella ja valmistella huolella. (Deloitte 2023, 3.)

Kahden yrityksen kulttuurien, prosessien, henkilöstön ja johdon yhdistäminen on monimutkainen tehtävä (BCG 2023; Sirower & Weirens 2022, luku 6). Ilman selkeää suunnitelmaa, prosessia ja hallintoa yrityskaupan tavoitteisiin pääsemiseksi, voidaan päätyä tilanteeseen, jossa syntyy epävarmuutta organisaation ja sen sidosryhmien välillä. Suunnitelmien puute sekä vajaa ymmärrys synergioiden realisoinnin vaatimuksista, voivat johtaa kasvuun ja arvoa heikentäviin virheellisiin toimenpiteisiin. (Sirower & Weirens 2022, luku 6.)

Ennen kaupan toteuttamista tulee olla selkeä suunnitelma siitä, miten kaupan jälkeinen integraatio toteutetaan ja miten arvoa aletaan uudessa kokonaisuudessa luomaan (KPMG 2015, 16). Ensimmäisenä tulee asettaa perustasot synergioiden kohteille. Sen jälkeen muodostaa oletukset synergioidista ja validoida ne integraatiosta vastaavien henkilöiden avustuksella. Nämä ovat käyty läpi alaluissa 2.4 ja 2.5. Seuraavaksi synergioiden integraatiota suunniteltaessa tulee asettaa ja lukita tavoitteet. (Friedman ym. 2017, 11.)

Tehokas integraation ja arvonluonnin suunnitelma sisältää avaintavoitteet. Avaintavoitteet auttavat pitämään integraation linjassa strategian ja yrityskaupan tavoitetilan kanssa. (KPMG 2015, 16.) Due Diligence -tutkimuksissa synergiaeduista tehdyistä oletuksista pitäisi olla muodostunut kokonaiskuva, jonka perusteella voidaan asettaa avaintavoitteet. (Sirower & Weirens 2022, luku 6.) Avaintavoitteiden tulee olla konkreettiset ja mitattavat sekä kuvata integraation edistymistä. (Kattaramo ym. 2013, 481).

Kun tavoitteet on asetettu, suunnitellaan niiden seuranta. Avaintavoitteille tulee asettaa niitä tarkasti kuvaavat mitattavissa olevat KPI:t (Key Performance Indicator) eli suorituskykymittarit. Suorituskykymittarit ovat tukena tavoitteiden saavuttamisessa. Ne auttavat integraation aikana, kun pyritään pitämään liiketoiminta jatkuvana, nousujohteisuus yllä sekä suoritetaan suunniteltuja toimenpiteitä, joilla organisaatiota muovataan uuteen muotoon. (Sirower & Weirens 2022, luku 6.) Mittarit jakautuvat yleensä integraatiotehtävien edistymistä kuvaaviin mittareihin, ostovaiheessa määriteltyihin taloudellisiin mittareihin sekä pehmeisiin mittareihin (Katramo ym. 2013, 481).

Integrointitehtävien mittarit kuvaavat sovittujen integraatioprosessin tehtävien edistymistä. Niitä tarkkaillaan sovittulla aikavälillä, joka on yleensä kerran kuukaudessa. Mittareiden avulla tulee kyetä arvioimaan integraation edistymistä aikataulun mukaisesti. Mittareiden avulla tiedetään ryhtyä toimenpiteisiin, kun edistys ei ole toivotun mukaista. (Katramo ym. 2013, 481.)

Ostovaiheen mittareita ovat yrityskaupan taloudellisia tavoitteita kuvaavat mittarit, kuten yhdistymisen kertaluonteisten kulujen kehittyminen, kapasiteetin käyttöaste ja varaston kiertonopeuden parantuminen. Näihin mittareihin kuuluvat myös synergiaetujen toteutumista kuvaavat mittarit. (Katramo ym. 2013, 482.) Näiden lisäksi on hyvä käyttää ennakoivia indikaattoreita, jotka varoittavat etukäteen, mikäli integraatioprosessi ei ole menossa oikeaan suuntaan (Sirower & Weirens 2022, luku 8).

Seuranta ja mittarit tulee olla sovittuna jokaisen integraatioprosessin suunnitteluvaiheessa (Katramo ym. 2013, 480). Toteutuneen kaupan jälkeistä suoriutumista tulee seurata järjestelmällisesti koko integraatioprosessin ajan. Yleinen virhe on jättää mittaamatta. Mittaamattomuus johtaa siihen, ettei johto ole ajan tasalla suoriutumisesta ja synergioiden toteutumisen kannalta olennaisten toimintojen johtaminen on vaikeaa. (Friedman ym. 2017, 12.) Visuaalinen kojelauta on tehokas työkalu valittujen suorituskykymittareiden kehityksen seurantaan (KPMG 2015, 18).

Zaheer, Castañer ja Souder tutkivat vuonna 2013 yrityskauppojen arvon realisoimiseksi vaaditun integraation sekä kohdeyritykselle myönnetyn autonomian suhdetta yrityskaupoissa. Tutkimuksen mukaan korkea integraatiotaso ja kohdeyrityksen autonomia voivat olla yhtä aikaa merkittäväällä tasolla. Niitä ei kuitenkaan voida toteuttaa samanaikaisesti yhtä täysimääräisesti, kuin silloin jos vain toinen niistä toteutetaan. Tutkimuksen mukaan on myös mahdollista, että korkea integraatiotaso voi estää autonomian myöntämisen, joka vastavuoroisesti voi estää yhdistymistä ja tehokkuuden saavuttamista. Tutkijoiden mukaan heidän teoriansa ja tutkimustuloksensa viittaavat siihen, että täydentävyyttä tavoittelevissa yrityskaupoissa arvon realisointi voi olla vaikeampaa kuin olemassa oleva kirjallisuus antaa olettaa, varsinkin silloin kun yritysten yhtäläisyyksiä pyritään hyödyntämään. (Zaheer, Castaner & Souder 2013.)

3 Yritysjärjestelyn tausta

Kuten luvussa 1.1 mainittiin, tapaustutkimuksessa tapausta tarkastellaan sen luontaisessa kontekstissa (Eriksson & Koistinen 2014, 4–7). Tapauksen taustan tutkiminen on olennaista tapauksen kontekstin ymmärtämiseksi. Tässä tutkimuksessa vertailua tehdään yli ajan, jossa yhdistyminen toimii rajaavana tapahtumana.

Tässä luvussa perehdytään yritysjärjestelyn osapuoliin, synergiatavoitteisiin ja toteutukseen. Luvussa tarkastellaan yhtiöiden tilannetta ennen yhdistymistä, jota verrataan luvussa 4 yhdistymisen jälkeiseen tilanteeseen. Yhtiöiden tilannetta tarkastellaan tässä luvussa vuoden 2019 osalta, koska se oli yhtiöiden viimeinen kokonainen tilikausi ennen yhdistymistä.

Yhtiöiden jälkeen tarkastellaan yritysjärjestelylle asetettuja synergiatavoitteita kulu- ja liikevaihtosynergioiden sekä rahoituksen synergioiden osalta. Tarkoituksena on muodostaa käsitys siitä, mitä yhdistymisellä tavoiteltiin. Lopuksi tarkastellaan, miten yritysjärjestely toteutettiin.

3.1 Metso Oyj

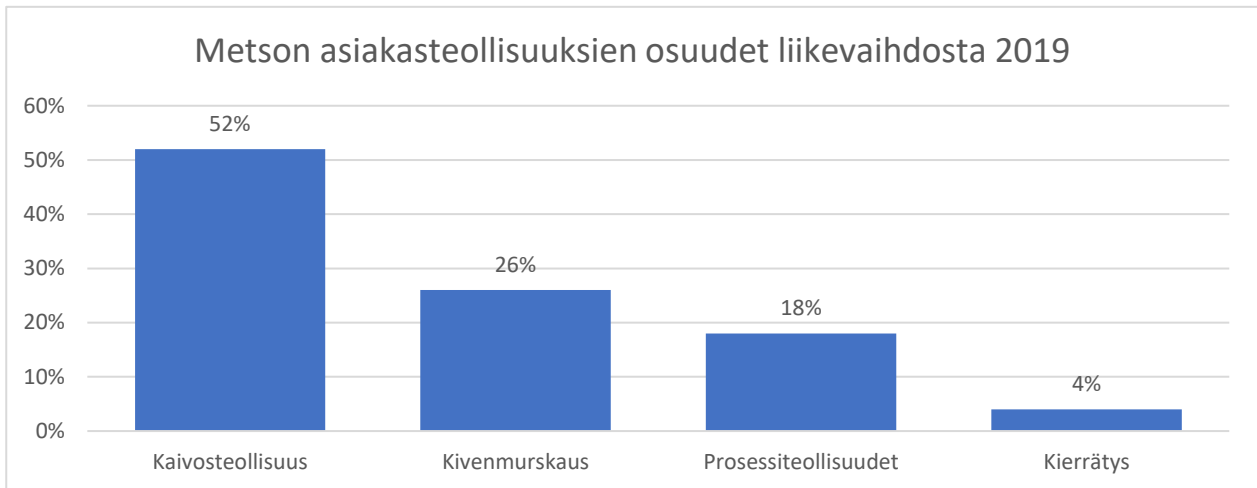
Ennen Metson osittaisjakautumista yhtiö oli listattu pörssiin nimellä Metso Oyj (Outotec 2019b). Toukokuussa 2023 Metso Outotec Oyj:n nimi muutettiin takaisin Metso Oyj:ksi (Metso Outotec 2023a). Sekaannusten välttämiseksi tässä tutkimuksessa puhutaan Metso Outotecistä, kun käsitellään yhdistynyttä yhtiötä ja Metso Oyj:stä, kun käsitellään Metsoa ennen yhdistymistä.

Metso Oyj oli suomalainen kansainvälinen kestävien teknologioiden, laitteiden ja palveluiden tarjoaja kaivos-, kivenmurskaus-, kierrätys- sekä prosessiteollisuuden aloilla (Metso 2019b, 31). Metso jakautui 31.12.2013, jolloin sen paperi-, massa-, ja voimantuotantoliiketoiminnat listattiin pörssiin Valmet Oyj:nä. Tuolloin Metsoon jäivät sen kaivos-, maanrakennus sekä automaatioliiketoiminnat. (Valmet 2013.)

Metso tarjosi kaivos-, kivenmurskaus-, kierrätys- ja prosessiteollisuuksille erilaisia laitteita, vara- ja kulutusosia, palveluratkaisuja ja kunnostuksia (Metso 2019a, 11.) Se pyrki omalla toiminnallaan ja tuottamallaan teknologioilla lisäämään asiakastoimialojensa kestävää kehitystä (Metso 2019a, 20–23). Vuonna 2019 Metso sijoittui 49:nneksi maailman 100:n vastuullisimman yrityksen Corporate Knights Global 100 –listalla (Corporate Knights 2019).

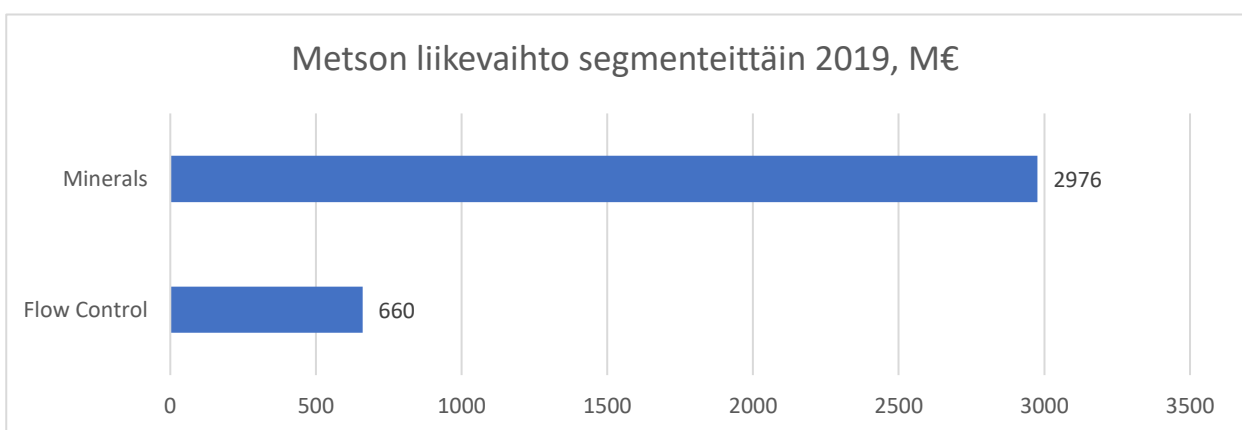
Metson mukaan kaivos- ja kivenmurskausteollisuuksien isoimpiin haasteisiin liittyvät turvallisuus, sekä operatiiviset-, taloudelliset- ja ympäristöriskit. Yhtiön mukaan myös muissa prosessiteollisuuksissa esiintyy samoja haasteita. Metso pyrki tuotetarjonnallaan auttamaan haasteita kohtaavia asiakkaitaan. (Metso 2019a, 11.)

Metson vuoden 2019 liikevaihto oli 3,64 miljardia euroa (Metso 2019b, 3). Kuten kuvasta 2 voidaan havaita, kaivosteollisuus oli Metson tärkein asiakastoimiala. Kierrätys oli marginaalisessa osassa liikevaihdon näkökulmasta, mutta sen rooli oli tukea Metson kestäväen kehityksen tavoitteita.



Kuva 2. Metson liikevaihdon jakautuminen asiakastoimialoittain vuonna 2019 (Metso 2019a, 3)

Metson raportointisegmentit vuonna 2019 olivat: Minerals, Flow Control sekä Konsernihallinto ja muut. Minerals sisälsi kaivos-, kivenmurskaus- ja kierrätysliiketoiminnot. Flow Control sisälsi prosessiteollisuuden virtauksensäätöliiketoiminnan. Konsernihallinto ja muut sisälsivät keskitetyt konsernitoiminnot, palvelukeskukset ja holding-yhtiöt. (Metso 2019b, 33.) Kuva 3 esittää näiden segmenttien liikevaihdot.



Kuva 3. Metson liikevaihto raportointisegmenteittään vuonna 2019, M€ (Metso 2019b, 40).

Kaivosteollisuus on tunnettu syklisyydestään. Sykliset raaka-aineiden hinnat vaikeuttavat pääomaintensiivisen kaivosteollisuuden investointien ja rahoituksen suunnittelua. (Mareels, Moore &

Vainberg 2020, 2.) Metson kaivosteollisuuden asiakaskuntaan kuului globaaleja suuryhtiöitä, keskikokoisista yhtiöitä ja pieniä yrityksiä. Metso kertoi kaivoslaitteiden kysynnän vaihtelevan kaivosinvestointisyklien mukaisesti ja kaivospalveluiden kysynnän seuraavan kaivosten käyttöasteita. (Metso 2019a, 12–15.)

Vuonna 2019 kaivosten käyttöasteet olivat Metson mukaan korkeat, mikä oli edullista kaivospalvelujen kysynnälle (Metso 2019a, 15). Kaivosteollisuuden asiakkaiden lisääntynyt kiinnostus tuottavuuden parantamiseen lisäsi kaivospalveluiden kysyntää vuonna 2019 (Metso 2019b, 2). Metso kertoi kaivosteollisuuden asiakkaiden muuttuneen varovaisiksi vuoden 2019 toisella puoliskolla ja maailman talouden epävarmuuksien lykänneen investointeja kaivosteollisuudessa. Tämä vaikutti Metson mukaan kaivoslaitteiden kysyntään, jonka seurauksena niiden tilausmäärät laskivat vuoden 2018 verrattuna. (Metso 2019a, 15.; Metso 2019b, 5.)

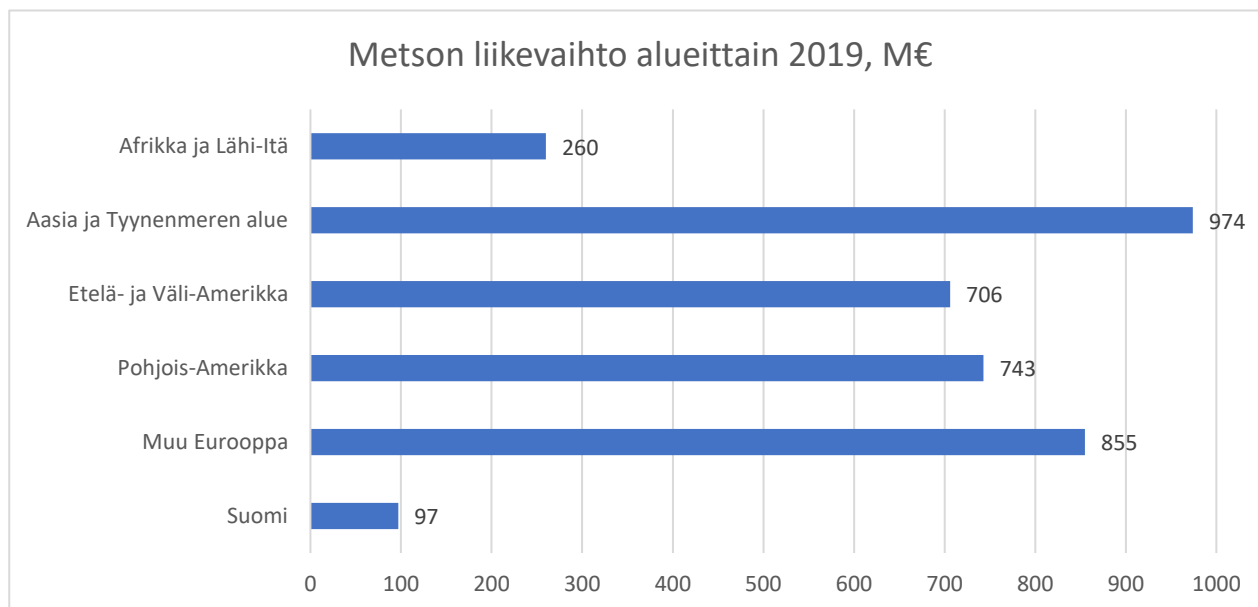
Metso teki kaivospalveluihin kohdistuvan yritysoston Chilessä, joka tuli päätökseen toukokuussa 2019. Hankitun yrityksen liikevaihto oli vuoden 2018 tilinpäätöstietojen mukaan 57 miljoonaa euroa. Hankinta kasvatti Metson henkilöstömäärää Etelä-Amerikassa 869 henkilöllä. (Metso 2019b, 6.)

Metson kivenmurskauksen asiakaskuntaan kuului muutamia kansainvälisiä suuryhtiöitä sekä useita alan pienempiä toimijoita. Näistä asiakkaista tärkeimpiä Metsolle olivat kivimurskeen ja sementin tuottajat, louhokset sekä rakennusyhtiöt. Asiakastoimialan tuotteiden ja palveluiden kysyntä riippui rakennusaktiviteetista ja infrastruktuurihankkeista (Metso 2018, 17; Metso 2019a, 12–15).

Yhtiön mukaan kivenmurskauslaitteiden kysyntä oli vuonna 2019 Kiinassa ja Euroopassa hyvä, mutta Intiassa kysyntä laski edellisvuoteen verrattuna. Pohjois-Amerikassa kysyntä oli edellisvuoden tasolla. Yhtiön mukaan kivenmurskauspalveluiden kausivaihtelu vaikutti kysyntään laskevasti Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa vuoden viimeisellä neljänneksellä. (Metso 2019a, 15.; Metso 2019b, 2.)

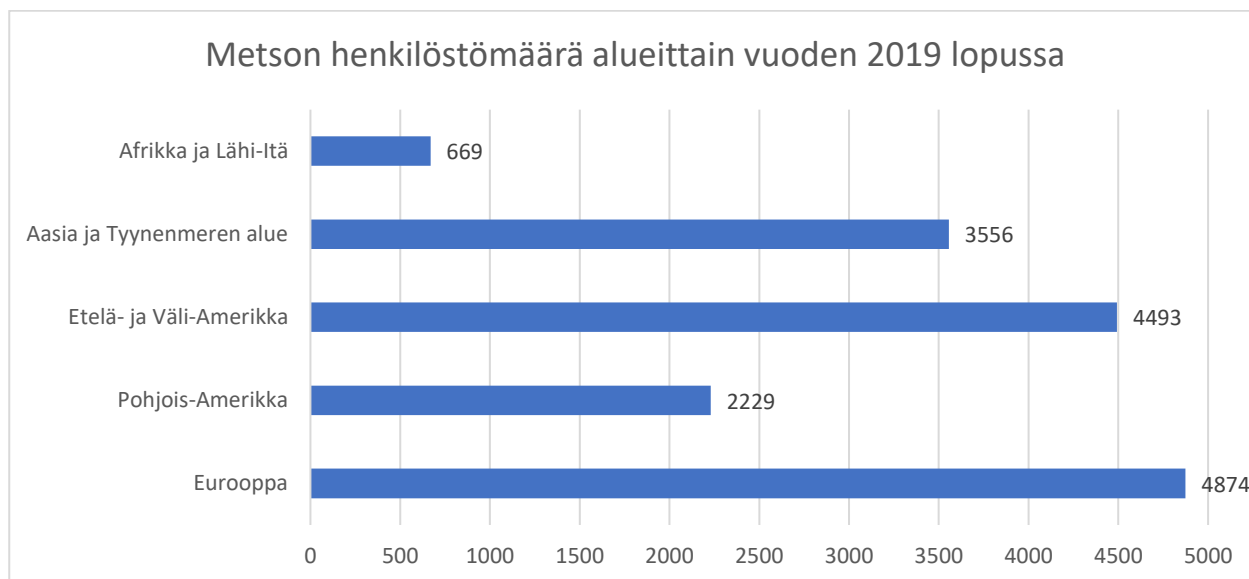
Metso toteutti kivenmurskaus ja seulontalaitteisiin keskittyvän Kanadalaisen McCloskey Internationalin yritysoston, joka tuli päätökseen lokakuussa 2019. Kaupan myötä Metsosta tuli markkinajohdaja liikuteltavien kivenmurskauslaitteiden markkinalla. Kauppa myös laajensi yhtiön maailmanlaajuisia tarjontaa ja vahvisti asiakaskuntaa. (Metso 2019a, 17.; Metso 2019b, 6.) Kauppa kasvatti Metson henkilöstömäärä noin 900 henkilöllä Pohjois-Amerikassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa. McCloskeyn yritysoston lisäksi Metso hankki täyden omistusosuuden kiinalaisesta Saorui Heavy Industries murskaus- ja seulontalaittevalmistajasta. Ennen kauppaa Metso omisti Saoruista valmiiksi jo 75 % enemmistöosuuden, jonka se oli hankkinut vuonna 2013. (Metro 2019b, 6.)

Metson liiketoiminta oli hyvin kansainvälistä ja yhtiö toimi jokaisella mantereella. Noin 26,8 % yhtiön liikevaihdosta tuli Aasian ja Tyynenmeren alueelta. Toiseksi suurinta myynti oli Euroopassa, jonka osuus liikevaihdosta oli 26,2 %. (Metso 2019b, 38.) Kuva 4 esittää Metson liikevaihdon markkina-alueittain.



Kuva 4. Metson liikevaihdon jakautuminen alueittain vuonna 2019, M€ (Metso 2019b, 38)

Metsolla oli vuoden 2019 lopussa 15821 työntekijää ympäri maailmaa. Henkilöstö edusti 97 eri kansallisuutta ja työskenteli yli 50 maassa. Metsolla oli vuonna 2019 185 toimipaikkaa. Henkilöstöstä noin 79 % työskenteli Minerals -segmentissä. Minerals -segmentin henkilöstömäärä kasvoi aiemmin mainittujen yritysostojen seurauksesta 2182 työntekijällä. (Metso 2019b, 9.) Kuva 5 esittää henkilöstön jakautumisen alueittain vuoden 2019 lopussa.



Kuva 5. Metson henkilöstömäärä alueittain vuoden 2019 lopussa (Metso 2019b, 9)

3.2 Outotec Oyj

Ennen Metso Outotec yhdistymistä, Outotec Oyj oli suomalainen mineraali- ja metallinjalostusteknologioihin ja -prosesseihin keskittynyt pörssi-yhtiö. (Outotec 2019a, 34). Yhtiöllä oli vuonna 2019 tytä- ja sivuyhtiöitä 41 maassa. Outotec on ollut useina vuosina maailman vastuullisimpien yhtiöiden kärkipäässä (Outotec 2019c, 4–14.) Vuonna 2019 yhtiö sijoittui 12:nneksi maailman 100:n vastuullisimman yhtiön Corporate Knights Global 100 -listalla (Corporate Knights 2019).

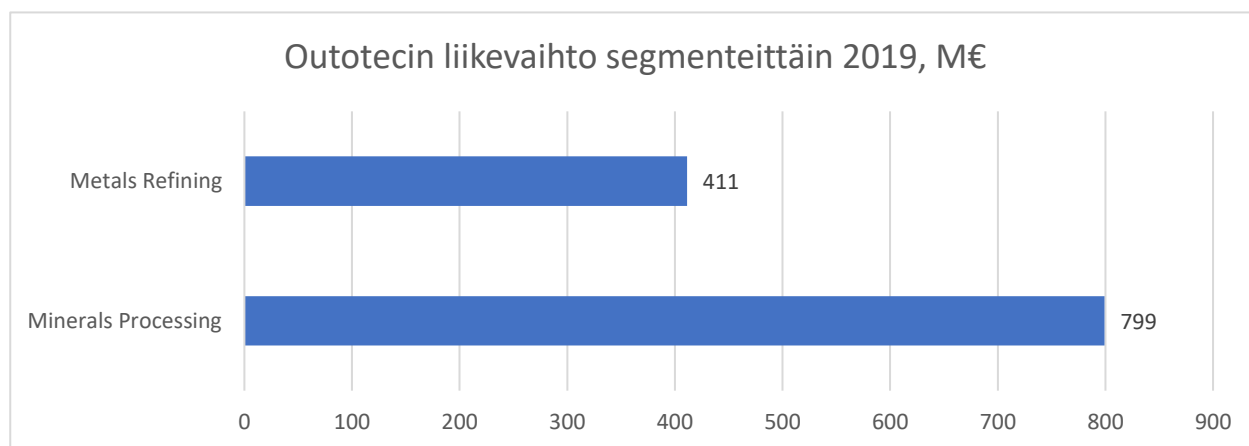
Outotec juontaa juurensa pörssi-yhtiö Outokummusta. Outotec Oyj sai alkunsa itsenäisenä pörssi-yhtiönä, kun Outokumpu Oyj toteutti Outokumpu Technologyn listautumisen lokakuussa 2006 (Outokumpu 2006, 4–7.). Outokumpu Technology Oyj kertoi huhtikuussa 2007 vaihtavansa nimekseen Outotec Oyj (Outotec 2007).

Outotec oli kaivos- ja metalliteollisuuksien aloilla johtava teknologioiden, prosessiratkaisujen ja palvelujen toimittaja. Lisäksi se tuotti ratkaisuja kemianteollisuudelle sekä erilaisia ratkaisuja teollisuusvesien käsittelyyn. (Outotec 2019c, 38.) Outotec kertoi vuoden 2019 tilinpäätöksessä, että sen teknologiat ja palvelut tähtäävät luonnonvarojen kestävään käyttöön. Yhtiön mukaan sen teknologiat paransivat ympäristöolosuhteita laitosten lähellä ja vähensivät teollisuuden hiilidioksidipäästöjä sekä muita päästöjä. Vuonna 2019 sen tilauskertymästä 90 % oli ympäristötuotteita ja -palveluita (Outotec 2019c, 4–15.)

Outotecin vuoden 2019 liikevaihto oli 1,21 miljardia euroa. Liikevaihdosta 45,5 % tuli palveluista. Toimitusjohtaja Markku Teräsvasara kertoi asiakkaiden päätöksenteon viivästyneen (Outotec

2019c, 3–7.), samoin kuin Metso mainitsi kaivosteollisuuden asiakkaiden lykänneen investointejaan.

Kuva 6 esittää Outotecin liikevaihdon segmenteittäin vuonna 2019. Outotecin liiketoiminta oli vuonna 2019 jaettu Minerals Processing ja Metals Refining -segmentteihin. Vuonna 2019 Minerals Processing muodosti noin 2/3 Outotecin liikevaihdosta.



Kuva 6. Outotecin liikevaihto raportointisegmenteittäin vuonna 2019, M€ (Outotec 2019a, 34)

Minerals Processing -segmentin liiketoiminnot tarjosivat kaivosteollisuudelle erilaisia kestäviä ratkaisuja mineraalien jalostukseen. Tarjontaa oli esitutkimuksista kokonaisuun tuotantolaitoksiin. Segmentin palvelut kattoivat Outotecin tarjonnan koko elinkaaren ajan. Segmentin tarjontaan sisältyi ratkaisuja liittyen lähes kaikenlaisten malmien rikastamiseen. Segmenttiin kuului kuusi tuotantolinjaa, joilla oli yhtenäinen sääntely ja taloudelliset edellytykset. Tuotantolinjojen teknologiat tukivat toisiaan ja niillä oli yhteisiä asiakkaita ja projekteja. Tuotantolinjojen yhteistoimesta oli mahdollista rakentaa kokonainen rikastamo. (Outotec 2019a, 34.; Outotec 2019c, 35.)

Vuonna 2019 Minerals Processing -segmentin liikevaihdosta 51 % tuli projektimyynnistä ja 49 % palveluliiketoiminnasta (Outotec 2019c, 38). Vuonna 2019 Minerals Processingin tarjoamien laitteiden ja palveluiden kysyntä oli Outotecin mukaan vakaata. Yhtiö kertoi toiminnan olleen aktiivisinta kupariin, nikkeliin ja kultaan liittyvien hankkeiden osalta. (Outotec 2019c, 5.)

Metals Refining -segmentin liiketoiminnot tarjosivat ratkaisuja teollisuusvesien käsittelyyn ja metallien jalostukseen (Outotec 2019a, 34). Segmentti jakautui Metals Refining -ratkaisuihin ja Water -ratkaisuihin. Metals Refining -ratkaisuilla malmeista ja rikasteista saatiin jalostettua puhtaita metalleja. Ne koostuivat kolmesta toimintalinjasta, jotka toimivat keskenään samalla tavoin kuin Minerals Processing -segmentin toimintalinjat. Water -ratkaisuilla teollisuusvedet saatiin käsiteltyä vastamaan ympäristösäännöksiä ja vedet voitiin kierrättää tehokkaammin. Teollisuusvesien käsittely ja

tehokkaampi kierrätys pienensivät myös asiakkaiden energiankulutusta. Vuonna 2019 segmentin liikevaihdosta 61 % tuli projektimyynnistä ja 39 % tuli palveluliiketoiminnasta. (Outotec 2019c, 35–38.)

Outotecin Toimitusjohtaja Markku Teräsvasara kertoi vuoden 2019 tilinpäätöksen yhteydessä Metals Refining -segmentin sulattoteknologioiden kysynnän kasvaneen ja hydrometallurgisten metallinjalostusteknologioiden kysynnän olleen suotuisaa. Muiden Metals Refining -segmentin teknologioiden kysynnän Teräsvasara kertoo olleen vaimeaa. (Outotec 2019c, 3.) Metals Refining -segmentistä divestoititiin vuoden 2019 aikana alumiiniliiketoiminta, jätevoimalaratkaisut ja lietteenpolto (Outotec 2019c, 103).

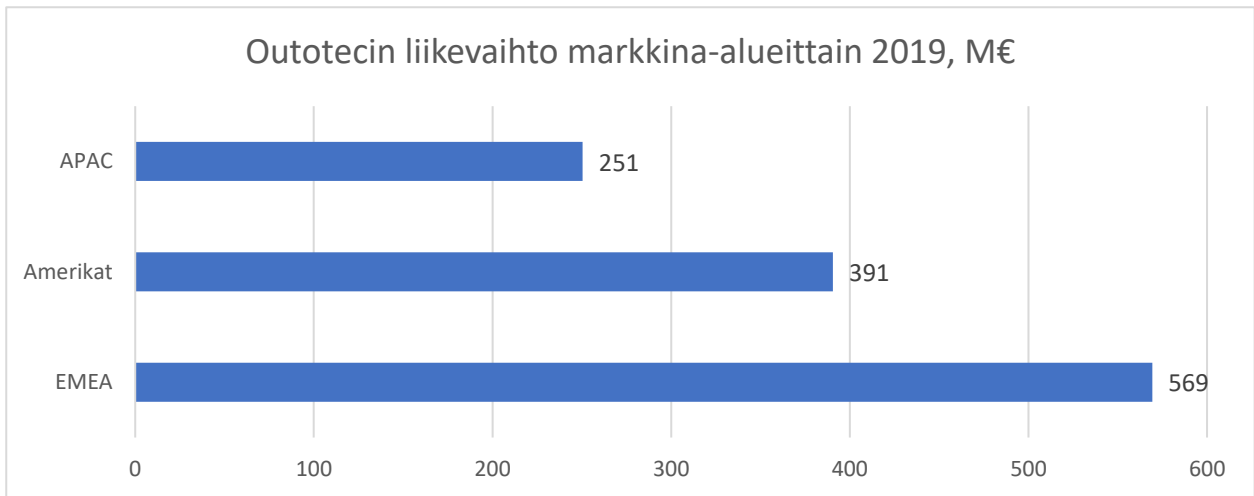
Outotec ei vuoden 2019 raportoinnissaan suoraan kertonut sen tuotteiden ja palveluiden kysyntään vaikuttavista tekijöistä. Yhtiö arvioi riski- ja epävarmuustekijöiden yhteydessä Kiinan talouden näkymien ja koronaviruksen puhkeamisen, vaikuttavan mahdollisesti metallien kysyntään sekä Outotecin toimintaan. (Outotec 2019c, 17). Tämä indikoi ainakin metallien kysynnällä olevan vaikutus Outotecin tuotteiden ja palveluiden kysyntään. Myös useat Outotecin asiakkaat toimivat kaivos- ja metalliteollisuudessa, joka osaltaan tukee tätä oletusta (Outotec 2019c, 38). Lisäksi yhtiö ilmoitti liikevaihtonsa jakautumisesta materiaaleittain vuonna 2019, joka kuvaa hyvin eri metallien merkitystä Outotecille. Taulukosta 2 voidaan havaita kupariin ja jalometalleihin liittyvän tarjonnan muodostaneen yhteensä yli puolet Outotecin liikevaihdosta.

Taulukko 2. Outotecin liikevaihdon jakautuminen materiaaleittain vuonna 2019 (Outotec 2019c, 2)

Materiaali	Osuus liikevaihdosta
Kupari	38 %
Jalometallit	17 %
Nikkeli	8 %
Rauta	7 %
Ferroseokset	6 %
Muut	6 %
Sinkki	5 %
Alumiini	4 %
Energia- ja ympäristöratkaisut	4 %
Litium	3 %
Muut metallit	3 %

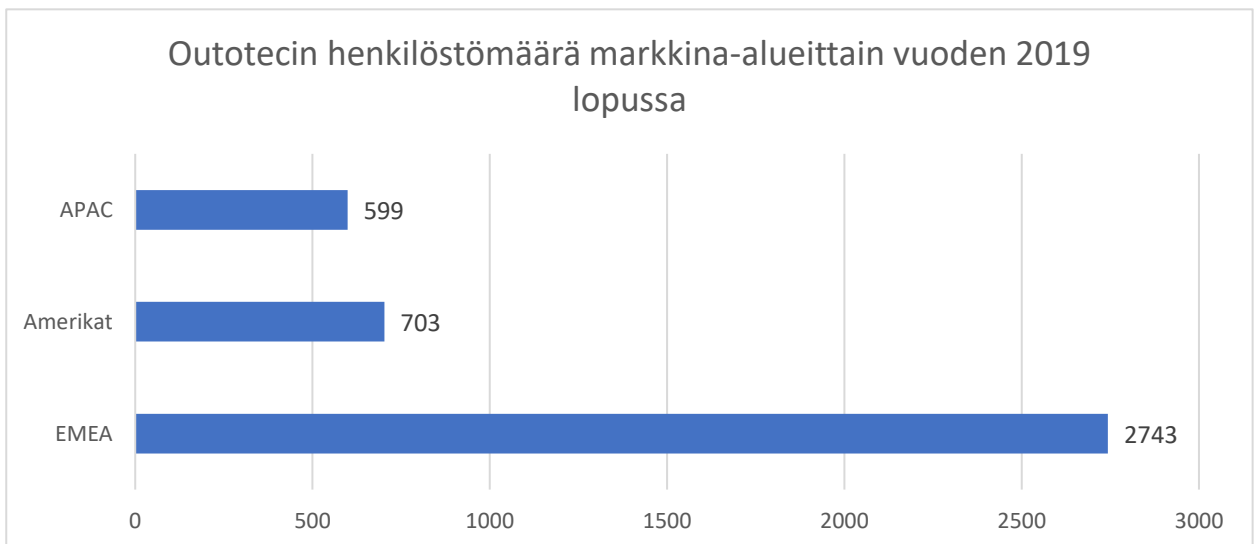
Kuva 7 esittää Outotecin liikevaihdon markkina-alueittain. Outotecin markkina-alueet oli jaettu kolmeen alueeseen, jotka olivat APAC (Aasian ja Tyynenmeren alue), Amerikat sekä EMEA

(Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka). Vuonna 2019 lähes puolet (47 %) Outotecin liikevaihdosta tuli EMEA:n alueelta. (Outotec 2019c, 8.)



Kuva 7. Outotecin liikevaihto alueittain vuonna 2019, M€ (Outotec 2019c, 8)

Noin 68 % Outotecin henkilöstöstä työskenteli EMEA:n alueella (Outotec 2019c, 11). Kuvista 7 ja 8 voidaan liikevaihdon sekä henkilöstömäärän perusteella arvioida EMEA:n olleen Outotecille tärkein maantieteellinen alue. Kuvan 8 perusteella tuotanto on myös keskittynyt pääasiassa EMEA:n alueelle.



Kuva 8. Outotecin henkilöstömäärä alueittain vuoden 2019 lopussa (Outotec 2019c, 11)

3.3 Yritysjärjestelyn synergiatavoitteet

Lehdistötilaisuudessa 4.7.2019 Metson toimitusjohtaja Pekka Vauramo kertoi yhdistymisen mahdollisista kulusynergioista, joita oli lehdistötilaisuuteen mennessä identifioitu toteutuvaksi noin 100 miljoonan euron vuositason edestä. Kulusynergioista noin 60 % arvioitiin saavutettavan pääkonttorista, hallinnosta, verkostoista, huollon kasvavasta käyttöasteesta ja tietojärjestelmistä. Loput noin 40 % kulusynergioista arvioitiin saavutettavan hankinnasta sekä valmistustoiminnan ja toimitusketjun optimoinnista. Vauramo kertoi yhtiöiden hankintojen olevan hyvin samanlaisia, jonka perusteella hankinnoista arvioitiin saatavan mittakaavahyötyjä. Kulusynergioiden odotettiin toteutuvan täysimääräisesti kolmen vuoden kuluessa yritysjärjestelyn toteuttamisesta. Synergioiden toteutumiseen vaadittavan kertakustannuksen arvioitiin olevan 100 miljoonaa euroa. (Inderes 2019, 30–33min.)

Vauramo kertoi samassa lehdistötilaisuudessa siihen mennessä arvioitujen liikevaihtosynergioiden määrän olleen vähintään 150 miljoonaa euroa. Vauramon mukaan yhdistyneellä yhtiöllä oli useita luontaisia mahdollisuuksia ristiinmyynnille. Ristiinmyynnin mahdollisuudet perustuivat yhtiöiden toisiaan täydentäviin tuote- ja palveluvalikoimiin ja yhdistyneen yhtiön laajempaan asiakaskuntaan. Palveluiden liikevaihdolle odotettiin synergioita laajentuneen laitekannan ja kattavan palveluverkon ansiosta. Näiden lisäksi liikevaihtosynergioita odotettiin syntyvän yhdistettäessä yhtiöiden tuotevalikoimat. Tätä perusteltiin sillä, että laajemman tuotevalikoiman ansiosta arvoketju mineraalien rikastuksessa ja metallien jalostuksessa on kattava, ja asiakastarpeet täyttävä. Vauramon mukaan yhtiöillä on yksinään tuotevalikoimissaan puutteita, joita toisen tuotteet täydentävät. (Inderes 2019, 33–35min.)

Kulu- ja liikevaihtosynergioiden lisäksi yhdistymiselle odotettiin muita synergioita, joiden arvioitiin syntyvän rahoituksen optimoinnin seurauksena. Näille synergioille ei annettu minkäänlaista rahamääräistä arviota tai tavoitetta. Pääosin synergioissa siis keskityttiin vain kulu- ja liikevaihtosynergioihin. Vahvan vapaan kassavirran ja vakaan pääomarakenteen kerrottiin olevan yhdistymisellä saavutettavia hyötyjä. Yhdistymisen tavoitteena oli saavuttaa Metson aiemman tason mukainen Investment Grade -luottoluokitus (Outotec 2019b.)

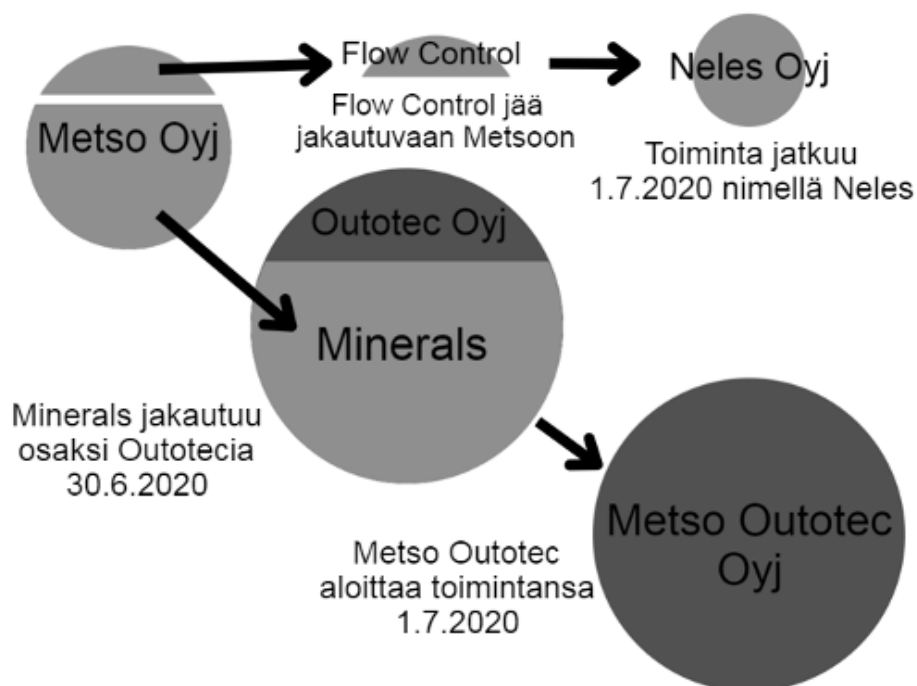
3.4 Yritysjärjestelyn kulku

Yhtiöt ilmoittivat 4.7.2019 pörssi- ja lehdistötiedotteilla Metso Mineralsin ja Outotecin yhdistymissuunnitelmasta Metson osittaisjakautumisella. Yritysjärjestelyn oli määrä muodostaa alan johtava yhtiö ja erottaa Metson Flow Control -liiketoiminta omaksi pörssiyhtiökseen. Metson viimeaikainen McCloskeyn yritysosto huomioiden, Mineralsin ja Outotecin yhdistelty liikevaihto oli vuoden 2018 tiedoilla 4,2 miljardia euroa. (Outotec 2019b.) Näillä tiedoilla Metso Outotec vastasi kokoluokaltaan ruotsalaisen Sandvikin Mining and Rock Technology -segmenttiä. Kyseinen segmentti oli tuolloin alan johtava toimija ja se toimi yhtiöiden verrokkina. (Inderes 2019, 21–23min.)

Transaktion toteutumisen kerrottiin edellyttävän molempien yhtiöiden yhtiökokousten hyväksyntää, Metson velkojen kuulemista sekä muiden lakisäätteisten asioiden hyväksyntää (Outotec 2019b). Toteuttaakseen järjestelyn Metso oli varautunut lunastamaan joukkovelkakirjoja velkojilta, jotka olivat yhdistymisen vuoksi halukkaita luopumaan niistä (Inderes 2019, 35–36min). Kun asiasta tiedotettiin, olivat kummankin yhtiön hallitukset jo hyväksyneet Metson ja Outotecin välisen jakautumissuunnitelman ja yhdistymissopimuksen. Myös useat suuret omistajat kuten Solidium Oy, Cevian Capital Partners Ltd, Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Ilmarinen ja Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma olivat asettautuneet tukemaan yhdistymistä jo ennen suunnitelman julkistamista. Nämä ja muut merkittävät omistajat muodostivat yhteensä noin kolmanneksen (33,6 %) Metson osakkeiden äänistä ja noin neljänneksen (24,8 %) Outotecin osakkeiden äänistä. (Outotec 2019b.)

Molempien yhtiöiden ylimääräisissä yhtiökokouksissa jakautumis- ja yhdistymissuunnitelman toteutumiseksi vaadittiin 2/3 kokouksessa edustettujen osakkeiden äänimäärästä (Outotec 2019b). Molemmat yhtiöt tiedottivat 29.10.2019 yhtiökokouksien hyväksyneen yhdistymisen (Outotec 2019d; Valmet 2019). Euroopan komissio antoi 13.5.2020 järjestelylle kilpailuviranomaishyväksynnän ilman ehtoja (Metso Outotec 2020a, 9). Yhtiöt tiedottivat 18.6.2020 pörssitiedotteella saaneensa loputkin vaaditut hyväksynät (Outotec 2020).

Osittaisjakautuminen rekisteröitiin 30.6.2020 ja Metso Minerals jakautui osaksi Outotecia. Outotecin nimeksi vaihdettiin Metso Outotec. Metso Outotec tiedotti lehdistötiedotteella seuraavana päivänä uuden ainutlaatuisen yhtiön syntyneen. Kaupankäynti uuden yhtiön osakkeilla alkoi Nasdaq Helsingissä 1.7.2020. (Metso Outotec 2020c.; Metso Outotec 2020b.) Kuva 9 havainnollistaa yritysjärjestelyn toteutuksen Metson osittaisjakautumisella.



Kuva 9. Metso Outotec yritysjärjestelyn toteutus Metson osittaisjakautumisella (Outotec 2019b)

Transaktiossa Metson osakkeenomistajat saivat 4,3 Outotecin osaketta osittaisjakautumisen jakautumisvastikkeena jokaista omistamaansa Metson osaketta kohden. Tämän lisäksi Metson omistajat säilyttivät Metson osakkeensa, jotka muuttuivat Neleksen osakkeiksi. Transaktion toteutuessa osittaisjakautuvan Metson Flow Control -liiketoiminta jäi siis pörssiin Metson alkuperäisellä pörssilistauksella muodostaen Neles Oyj:n. Osittaisjakautumisessa Outotecille siirtyi Metson Minerals -liiketoimintaan kohdistuvat varat, oikeudet, velat ja vastuut ilman selvitysmenettelyä. (Outotec 2019b.)

4 Synergiaetujen toteutuminen

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on arvioida Metso Outotec yritysjärjestelylle 4.7.2019 asetettujen synergiatavoitteiden toteutumista asetetun aikataulun mukaisesti. Synergiatavoitteiden aikaraja oli 3 vuotta yritysjärjestelyn toteuttamisesta eli 30.6.2020–30.6.2023. Asetetut synergiatavoitteet olivat lyhyesti:

- liikevaihtosynergioissa 150 miljoonan euron vuositaso
- kulusynergioissa 100 miljoonan euron vuositaso
- muut synergiat rahoituksen optimoinnista, odotetaan syntyvän, ei tarkkaa rahamääräistä arviota, tavoitteena Metson aiempi luottoluokitus

Luvussa kuvataan ensin yhdistyneen yrityksen tilannetta ja raportointisegmenttejä vuonna 2022. Sen jälkeen käydään läpi Metso Outotecin julkinen seuranta synergiatavoitteiden toteutumisesta. Tämän jälkeen tarkastellaan synergioita opinnäytetyön alaongelmien mukaisessa järjestyksessä ja pyritään arvioimaan toteutuneita synergioita taloudellisen raportoinnin perusteella.

4.1 Uuden yhtiön liiketoiminta ja raportointisegmentit

Tarkasteltava yritysjärjestely on käsitelty IFRS-raportoinnissa käänteisenä hankintana, jossa Metso Minerals on yritysjärjestelyn kirjanpidollinen ostaja ja Outotec kirjanpidollinen hankintakohde (Metso Outotec 2020d, 35). Tämä käsittely on järjestelyn luonteen ja logiikan vastainen, sillä Outotec toimi osittaisjakautumisessa vastaanottajana ja luovutti Metson omistajille osakkeitaan. Tämän lisäksi Metso Outotec jatkoi toimintaa Outotecin pörssilistauksella.

Käänteisenä hankintana käsittelyn takia aikaa ennen yhdistymistä käsitellään IFRS-raportoinnissa ainoastaan Metso Mineralsin osalta. Tämän vuoksi vertailussa ei voida käyttää IFRS-raportoinnin mukaisia historiatietoja ajalta ennen yhdistymistä. Sen sijaan on käytettävä järjestelystä raportoituja havainnollistavia yhdisteltyjä tietoja sekä Pro Forma tietoja.

Metso Outotec raportoi vuoden 2019 Pro Forma tuloslaskelmansa. Pro Forma tiedot kuvaavat hypoteettista tilannetta, jossa Minerals ja Outotec olisivat yhdistyneet 1.1.2019. Tietoja käytetään vertailukohtana havainnollistamaan 30.6.2020 tapahtuneen yhdistymisen vaikutuksia. (Metso Outotec 2020e, 21–25.) Pro Forma tiedoissa ei ole lisätty mahdollisia synergioita, vaan se on luotu yhdistämällä Minerals -liiketoiminnan ja Outotecin vuoden 2019 taloudelliset tiedot ja tekemällä oikaisuja, jotta tiedot olisivat vertailukelpoisia. Oikaisuja on tehty nettovarojen arvostuksessa, transaktiokuluissa, uudelleenrahoituksessa ja verotuksessa (Metso Outotec 2020d, 25).

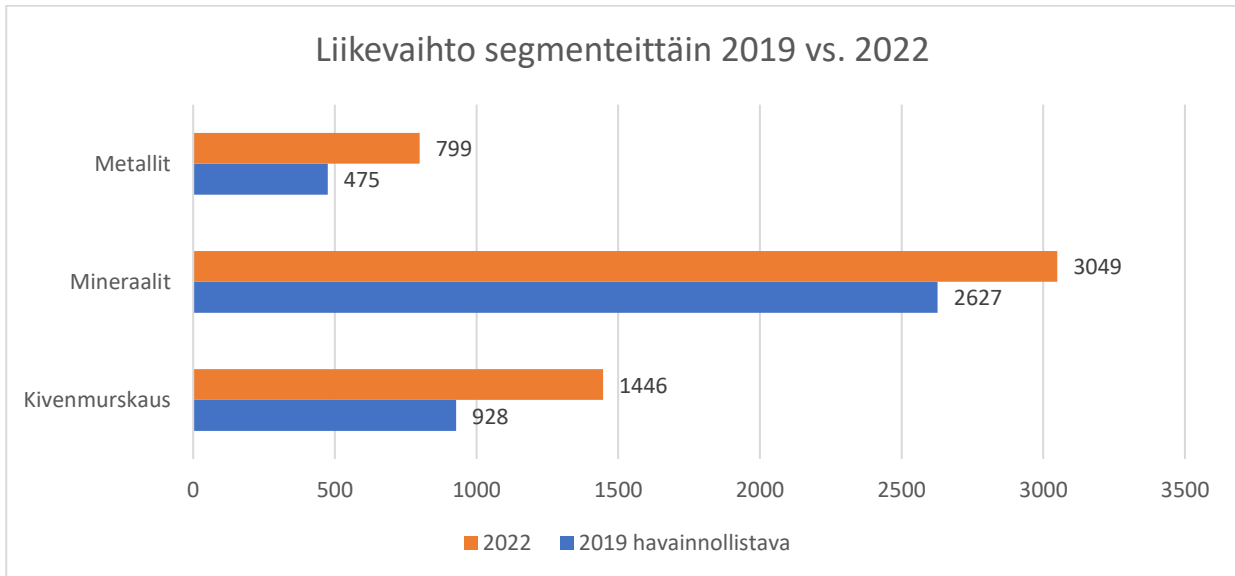
Yhtiö noudattaa raportoinnissaan toimintokohtaista tuloslaskelmaa. Taulukosta 3 voidaan havaita vuoden 2019 liikevaihdon olleen hieman alle 4 miljardia euroa. Se on hieman alle yritysjärjestelystä tiedotettaessa arvioidun 4,2 miljardin kokoluokan. Vuoden 2022 liikevaihto oli noin 5,3 miljardia euroa eli noin 33 % enemmän kuin vuonna 2019.

Taulukko 3. Tilikausien 2019 Pro Forma ja 2022 lyhennetty tuloslaskelma, osuudet liikevaihdosta ja muutos (Metso Outotec 2020e, 24; Metso Outotec 2022b, 27)

Lyhyt tuloslaskelma, M€	2019	%	2022	%	muutos
Liikevaihto	3976	100,0 %	5295	100,0 %	33,2 %
Hankinnan ja valmistuksen kulut	-2895	72,8 %	-3909	73,8 %	35,0 %
Bruttokate	1080	27,2 %	1386	26,2 %	28,3 %
Myynnin ja markkinoinnin kulut	-381	9,6 %	-445	8,4 %	16,8 %
Hallinnon kulut	-326	8,2 %	-331	6,3 %	1,5 %
Tutkimus- ja tuotekehityskulut	-91	2,3 %	-64	1,2 %	-29,7 %
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut, netto	-29	0,7 %	-41	0,8 %	41,4 %
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksista	2	0,1 %	-1	0,0 %	-150,0 %
Liikevoitto	255	6,4 %	504	9,5 %	97,6 %

Metso Outotecin asiakasteollisuudet olivat vuonna 2022: kivenmurskaus, kaivosteollisuus ja metallit (Metso Outotec 2022a, 18). Yhtiön käyttämät raportointisegmentit olivat: mineraalit, kivenmurskaus, metallit sekä konsernihallinto ja muut. Konsernihallinto ja muut -raportointisegmentti vastaa Metson aiempaa saman nimistä segmenttiä. (Metso Outotec 2022b, 34.) Se onkin ainoa yritysjärjestelyssä ennallaan pysynyt segmentti. Muut Metso Outotecin segmentit ovat muovautuneet Metson Minerals -segmentin sekä Outotecin Metals Refining ja Minerals Processing -segmenttien pohjalta.

Kuva 10 esittää Metso Outotecin segmenttien liikevaihdot vuoden 2022 tietojen ja vuoden 2019 havainnollistavien tietojen ja perusteella. Havainnollistavat tiedot ovat tarkimmat saatavilla olevat segmenttikohtaiset tiedot. Yhtiö ei jostain syystä tehnyt niihin Pro Forma -oikaisuja. Havainnollistavat tiedot ovat laadittu Mineralsin ja Outotecin historiatiedoista uuden yhtiön segmenttirakenteen mukaisesti (Metso Outotec 2020d, 29). Pro Forma oikaisujen vaikutus liikevaihtoon oli vain 54 miljoonaa euroa eli alle 1,4 %, jonka vuoksi havainnollistavia tietoja voidaan pitää vertailukelpoisina segmenttikohtaista liikevaihtoa tarkasteltaessa (Metso Outotec 2020d, 27–30).



Kuva 10. Liikevaihto segmenteittäin, M€. Vuoden 2019 havainnollistavat tiedot ovat uuden segmenttirakenteen mukaisesti laadittuja vertailukelpoisia historiatietoja. Vuoden 2022 tietoihin on tehty hydrometallurgia liiketoiminnan oikaisut vertailukelpoisuuden varmistamiseksi. (Metso Outotec 2020e, 5–7; Metso Outotec 2022b, 35)

Tilikausina Pro Forma 2019–2021 Metallit -segmenttiin kuulunut hydrometallurgia-liiketoiminta siirrettiin Mineraalit -segmenttiin tammikuussa 2022. Muutoksen vaikutus oli arviolta noin 310 miljoonaa euroa. Arvio on muodostettu vertailemalla tilikauden 2022 oikaistuja metallien ja mineraalien segmenttitietoja tilikauden 2021 toteutuneisiin segmenttitietoihin. Kummankin segmentin kohdalla oikaisun suuruus oli 310 miljoonaa euroa. (Metso Outotec 2022b, 7–9.; Metso Outotec 2021c, 8.). Kuvassa 10 on vertailukelpoisuuden varmistamiseksi oikaistu 310 miljoonaa euroa Mineraalit -segmentistä Metallit -segmenttiin.

Kivenmurskaus -segmenttiin kuuluu laitteita, palveluita sekä kulutus- ja varaosia kivimurskeen valmistukseen liittyen. Segmentin asiakkaita ovat louhokset, urakoitsijat ja rakennusyhtiöt. Segmentin asiakkaat valmistavat kivimursketta vastaamaan rakennusteollisuuden ja infrastruktuurihankkeiden tarpeita. (Metso Outotec 2022b, 34.; Metso Outotec 2022a, 16.)

Mineraalit -segmenttiin kuuluu laitteita, prosessiteknologiaa, palveluja sekä kulutus- ja varaosia liittyen mineraalien käsittelyyn ja talteenottoon. Segmentin asiakkaat koostuvat kaivosyhtiöistä. Asiakkaan on mahdollista hankkia segmentin valikoimasta yksittäisiä laitteita, kokonaisia prosessisaarekkeita tai jopa kokonaisia prosessilaitosratkaisuja. (Metso Outotec 2022b, 34.; Metso Outotec 2022a, 16.)

Metallit -segmenttiin kuuluu prosessiratkaisuja ja laitteita metallinjalostukseen. Segmentti sisältää myös palveluita sekä kulutus- ja varaosia metallinjalostusasiakkaille. (Metso Outotec 2022a, 16.) Segmentin ratkaisuilla kaikenlaiset malmit, rikasteet ja raaka-aineet voidaan jalostaa puhtaiksi metalleiksi (Metso Outotec 2022b, 34).

Metso Outotec ilmoitti lokakuussa 2020 divestoisensa yritysjärjestelyssä Metso Mineralsiin kuuluneen kierrätysliiketoiminnan. Osa kierrätysliiketoiminnastaan saatiin myytyä joulukuussa 2021 ja loput kesäkuussa 2022. Lisäksi Outoteciin kuulunut alumiiniliiketoiminta myytiin huhtikuussa 2021. (Metso Outotec 2022b, 79.)

Outoteciin kuuluneet jätevoimalaratkaisut olivat jo vuonna 2019 luokiteltu lopetetuiksi toiminnoiksi, sillä ne oli päätetty divestoida (Outotec 2019c, 72). Myynti pitkittyi ja vuonna 2022 niihin liittyvät tase-erät jouduttiin palauttaa jatkuviin toimintoihin. Yhtiön tuloslaskelmassa käsittely säilyi edelleen lopetettuna toimintona erillään (Metso Outotec 2022b, 79.)

Metso Outotecin markkina-alueet olivat vuonna 2022 muuten samat kuin Metsolla vuonna 2019, mutta Afrikan ja Lähi-idän alueeseen oli lisätty Intia (Metso Outotec 2022b, 36). Raportointia ei tehty enää asiakastoimialoittain kuten Metso vuonna 2019, eikä materiaaleittain kuten Outotec vuonna 2019.

4.2 Yritysjärjestelyn synergioiden julkinen seuranta

Metso Outotecin hallitus kertoi vuoden 2020 taloudellisessa katsauksessa heinäkuussa 2020 alkaneen integraation edenneen nopeasti ensimmäisen puolen vuoden aikana. Yhdistymiselle asetettu alkuperäinen tavoite osoittautui nopeasti matalaksi. Yhtiö päätyi jo elokuun 2020 alussa muokkaamaan synergiatavoitteitaan, kun yritysjärjestelyn toteutumisesta oli kulunut vasta hieman yli kuukausi. (Metso Outotec 2020d, 6.)

Aiempi tavoite oli 100 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso 30.6.2023 mennessä. Uudeksi tavoitteekseen yhtiö asetti 120 miljoonan euron kulusynergioiden vuositason vuoden 2021 loppuun mennessä. Liikevaihdon synergiatavoite pidettiin edelleen 150 miljoonan euron vuositasolla, mutta alkuperäinen 30.6.2023 aikaraja siirtyi vuoden 2022 loppuun. (Metso Outotec 2020d, 6.) Kuva 11 havainnollistaa alkuperäiset ja päivitettyt synergiatavoitteet.

Liikevaihtosynergiat	Liikevaihtosynergiat, päivitetty	Kulusynergiat	Kulusynergiat, päivitetty
<ul style="list-style-type: none"> •150 miljoonan euron vuositaso •30.6.2023 mennessä 	<ul style="list-style-type: none"> •150 miljoonan euron vuositaso •31.12.2022 mennessä 	<ul style="list-style-type: none"> •100 miljoonan euron vuositaso •30.6.2023 mennessä 	<ul style="list-style-type: none"> •120 miljoonan euron vuositaso •31.12.2021 mennessä

Kuva 11. Metso Outotec yhdistymisen alkuperäiset ja elokuussa 2020 päivitettyt synergiatavoitteet (Metso Outotec 2020d, 6)

Alun perin hankintojen arvioitiin muodostavan noin 40 % kulusynergioista (Inderes 2019, 30–33min). Arvio hankintojen osuudesta pudotettiin elokuussa 2020 25 %:iin kulusynergioista. Lisäksi aiemmin arvioitu synergioiden realisoinnin vaatima 100 miljoonan euron kertaluonteinen kustannus laskettiin 75 miljoonaan euroon. (Metso Outotec 2020d, 6.)

Toimitusjohtaja Vauramo kertoi vuoden 2021 puolivuositarkastuksessa integraation edenneen suunniteltua nopeammin. Alkuperäinen kulusynergiatavoite täyttyi Metso Outotecin oman seurannan mukaan vuoden 2021 toisella neljänneksellä. Toisen neljänneksen lopussa kulusyngrioiden vuositaso oli 105 miljoonaa euroa. (Metso Outotec 2021a, 2–4.) Kolmannen kvartaalin lopussa kulusynergiat olivat jo 116 miljoonan euron vuositasolla eli lähes päivitetyn tavoitteen tasolla (Metso Outotec 2021b, 4).

Kulusyngrioiden näkökulmasta yritysjärjestelyn voi todeta olleen erittäin onnistunut. Päivitetyn kulusynergiatavoitteen aikarajaan mennessä (31.12.2021) kulusyngrioiden vuositaso oli 142 miljoonaa euroa (Metso Outotec 2021c, 7). Tämä tarkoittaa, että myös päivitetty tavoite pystyttiin ylittämään reilusti, mikäli yhtiön omaan raportointiin on luottaminen. Toteuman ero päivitettyyn tavoitteeseen oli 22 miljoonaa euroa. Ero oli jopa suurempi kuin alkuperäisen ja päivitetyn kulusynergiatavoitteen välinen 20 miljoonan euron ero.

Ennen vuoden 2021 loppua liikevaihtosynergiatavoitteen oli odotettu toteutuvan päivitetyn aikataulun mukaisesti. Vuoden 2021 lopussa yhtiön hallituksen odotukset muuttuivat ja tavoitteen odotettiin toteutuvan reilusti tavoiteltua aiemmin. Vuoden 2021 lopussa liikevaihtosynergioita oli yhtiön mukaan toteutunut 110 miljoonaa euroa. Tilauskannassa liikevaihtosynergioita oli yhtiön mukaan 115 miljoonan euron arvosta. (Metso Outotec 2021c, 7.)

Yhtiö lopetti integraation ja synergioiden raportoinnin vuoden 2021 vuosikertomukseen, koska synergioiden toteutumisen koettiin onnistuneen. Tämä oli sijoittajien kannalta ihmeellistä, sillä vielä tuolloin liikevaihtosyngrioiden tavoite ei ollut toteutunut kokonaisuudessaan. Yhtiön mukaan oli

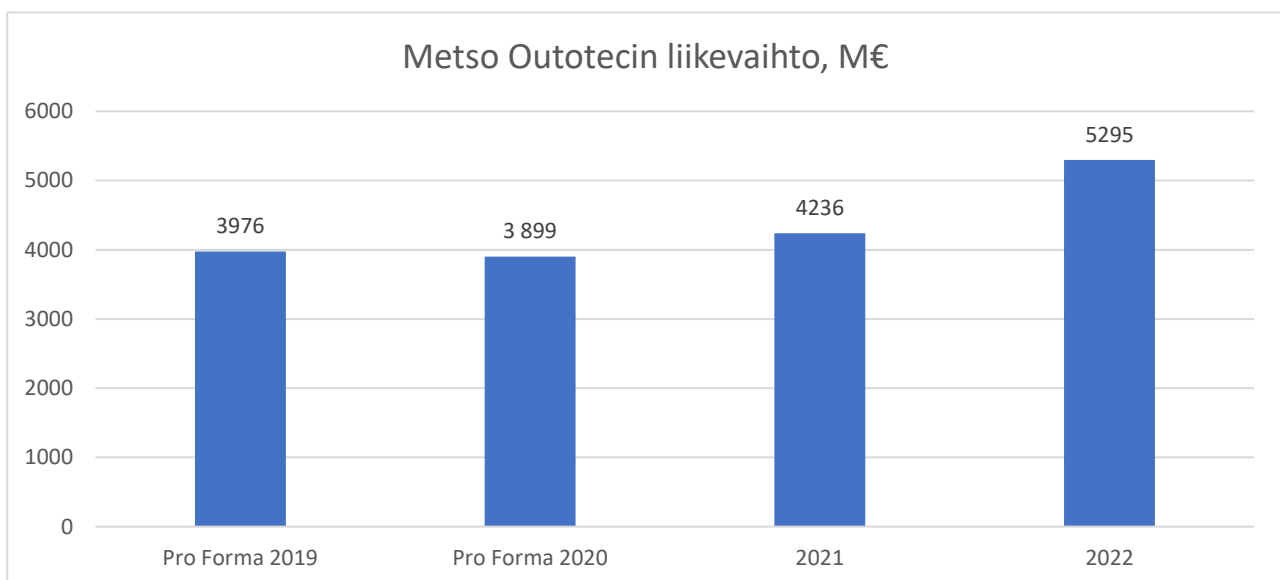
todennäköistä, että liikevaihtosynergiat toteutuisivat reilusti ennen päivitetyn tavoitteen mukaista 31.12.2023 aikarajaa (Metso Outotec 2021c, 7.).

Raportointia olisi ollut järkevää jatkaa, sillä sijoittajilla on oikeus pysyä ajan tasalla tavoitteen täyttymiseen asti. Huomion arvoista on, että seurannan loputtua jouduttiin tekemään 380 miljoonan euron edestä tilausten alasajoja Venäjän hyökkäyssodan vuoksi (Metso Outotec 2022d, 3–4). Näin ollen liikevaihtosynergiat eivät välttämättä toteutuneetkaan päivitetyn tavoitteen aikarajaan mennessä. Yhtiö ei tiedottanut alasajojen vaikutuksesta liikevaihtosynergioihin.

4.3 Liikevaihtosynergiat

Kuten luvussa 2.4 todettiin, liikevaihtosynergiat ovat vaikeasti arvioitavissa. Niiden toteuman mittaaminen ilman yhtiön sisäisen raportoinnin dataa on haasteellista. Tässä tutkimuksessa pyritään kuitenkin selvittämään, saavutettiinkö yhdistymiselle olennaisessa roolissa olleet liikevaihdon synergiat. Liikevaihdon synergioiden suuruudesta on ulkoisen raportoinnin perusteella mahdollista antaa vain paras mahdollinen arvio.

Kuten kuvasta 12 voidaan havaita, vuonna 2020 liikevaihto laski 1,9 % edellisvuodesta. Laskua selittää muun muassa maailmanlaajuinen Covid-19 pandemia, joka vaikutti yhtiön myynnin laskuun erityisesti Metallit -segmentissä. (Metso Outotec 2020d, 5) Tarkasteluperiodilla alkoi myös Venäjän 24. helmikuuta 2022 aloittama sota Ukrainassa. Nämä tapahtumat tekevät tapauksesta melko poikkeuksellisen.

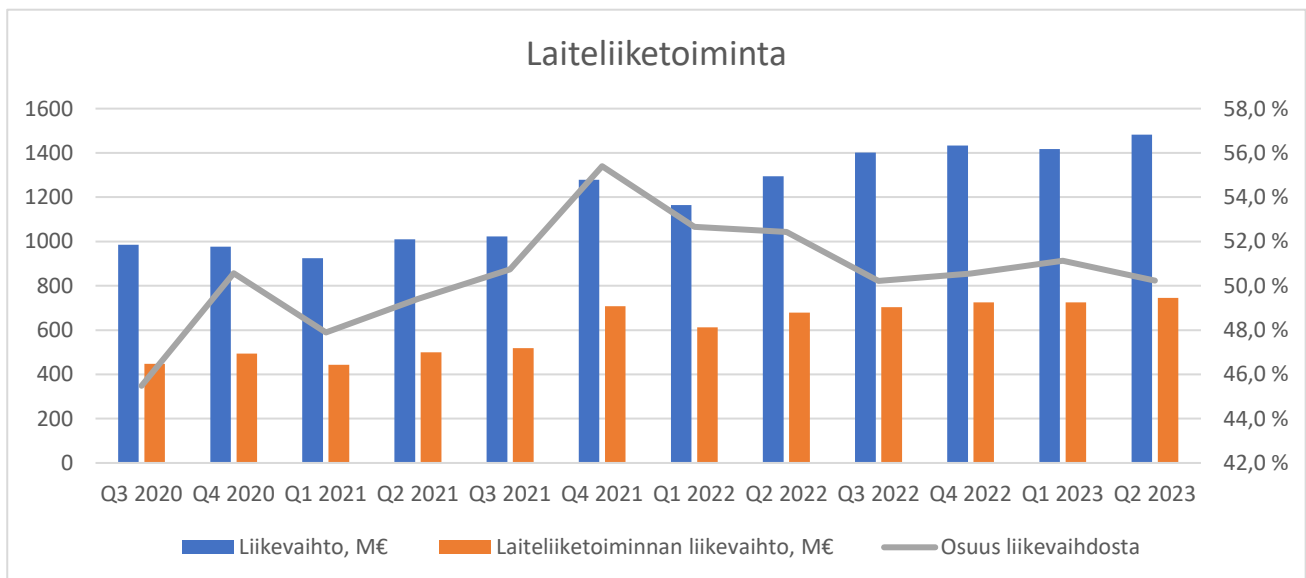


Kuva 12. Metso Outotec liikevaihdon kehitys 2019–2022 (Metso Outotec 2020e, 22–25; Metso Outotec 2021e, 2; Metso Outotec 2022f, 2)

Kuvasta 12 voidaan havaita vuosien 2019 (Pro Forma) ja 2022 liikevaihdon eron olleen noin 1,32 miljardia euroa. Vuonna 2022 liikevaihdon kasvu on ollut erittäin nopeaa (25 % edeltävään vuoteen) ottaen huomioon yhtiön kokoluokan. Vuosien 2019–2022 liikevaihdon CAGR (Compound Annual Growth Rate) oli noin 10 %. CAGR mittaa tietyllä ajanjaksolla vaadittua vuotuista kasvuvauhtia, jotta alkuarvo kasvaa loppuarvon suuruiseksi (Fernando 2023).

Liikevaihtosynergioiden saavuttaminen vie yleensä kulusynergioita kauemmin, kuten luvussa 2.4 mainittiin. Kuvassa 12 nähdään tämän kaltainen kehitys, kun liikevaihto on tehnyt nopean kasvun vuonna 2022. Voi siis olla hyvin mahdollista, että liikevaihtosynergiat ovat alkaneet vaikuttaa merkittävästi vasta yhtiön lopetettua niiden seurannan vuoden 2021 lopussa. Kuten luvussa 2.4 mainittiin, liikevaihtosynergioiden osuutta on vaikea erottaa muusta liikevaihdon kasvusta. Sijoittajana on lähes mahdotonta arvioida, johtuuko kasvanut liikevaihto parantuneesta markkinatilanteesta vai onko kyse liikevaihtosynergioista, sillä liikevaihdon perustasolle on mahdotonta asettaa arviota.

Yhtiö odotti liikevaihtosynergioita ristiinmyynnistä, jossa vahvuuksina olivat laadukas toisiaan täydentävä tuotevalikoima ja laajentunut asiakaskunta. (Inderes 2019, 33–35min.) Kuvasta 13 voidaan havaita laiteliiketoiminnan myynnin ja osuuden liikevaihdosta kasvaneen tarkasteluperiodin aikana. Yhtiöiden kaivos- ja metalliteollisuksien asiakastoimialat vaikuttavat olevan hyvin yhteensopivia, joten yhdistymisellä mahdollisesti saavutettu asiakaskannan laajentuminen ja ristiinmyynti ovat voineet synnyttää liikevaihtosynergiaa kyseisissä asiakasteollisuuksissa.

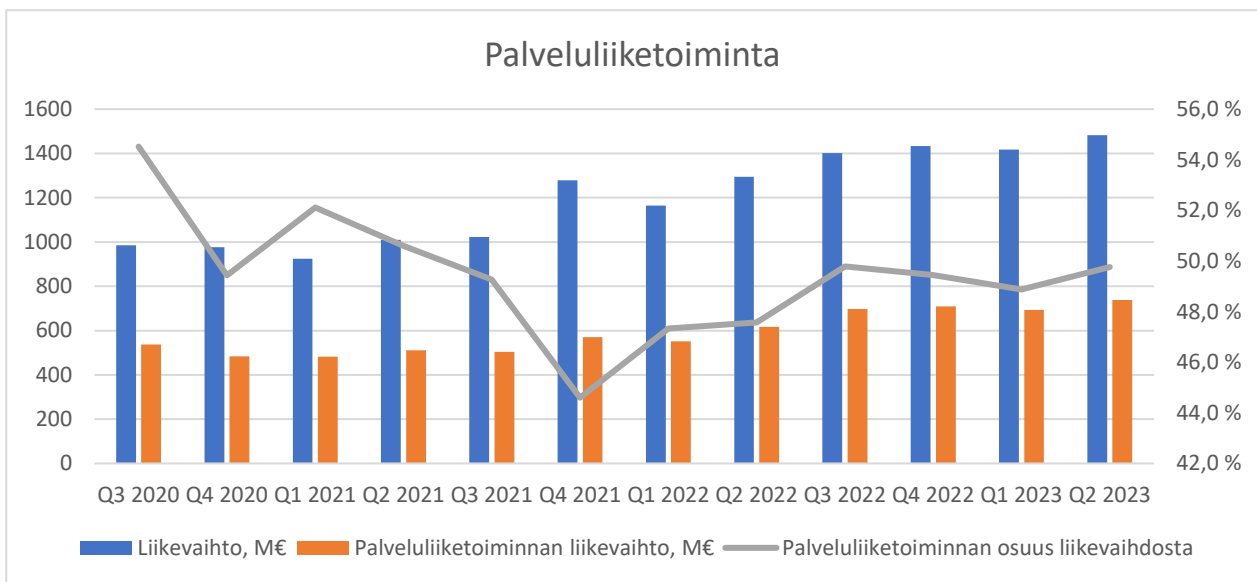


Kuva 13. Metso Outotec laiteliiketoiminta tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 3; Metso Outotec 2020e, 3; Metso Outotec 2021d, 3; Metso Outotec 2021a, 3; Metso Outotec 2021b, 3; Metso

Outotec 2021e, 4; Metso Outotec 2022c, 5; Metso Outotec 2022d, 5; Metso Outotec 2022e, 4; Metso Outotec 2022f, 4; Metso Outotec 2023b, 4; Metso Outotec 2023c, 4)

Laiteliiketoiminta kasvoi vuodesta 2019 vuoteen 2022 merkittävät 47 %. Vastaavalta ajanjaksolta laskettu CAGR oli 13,7 %. (Metso Outotec 2020e, 45; Metso Outotec 2022b, 5) Ristiinmyynnin toteutumista ei voitu seurata, koska yhtiö ei siitä erikseen raportoinut eikä sijoittajalla ole pääsyä yhtiön asiakas- ja myyntitietoihin, josta sitä voisi mahdollisesti arvioida.

Palveluliiketoiminnan liikevaihdon odotettiin kasvavan yhdistymisessä laajentuvan laitekannan ja kattavan maailmanlaajuisen palveluverkoston myötä. (Inderes 2019, 33–35min.) Kuvasta 14 voidaan havaita palveluliiketoiminnan osuuden liikevaihdosta laskeneen tarkasteluperiodin aikana.



Kuva 14. Palveluliiketoiminta tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 3; Metso Outotec 2020e, 3; Metso Outotec 2021d, 3; Metso Outotec 2021a, 3; Metso Outotec 2021b, 3; Metso Outotec 2021e, 4; Metso Outotec 2022c, 5; Metso Outotec 2022d, 5; Metso Outotec 2022e, 4; Metso Outotec 2022f, 4; Metso Outotec 2023b, 4; Metso Outotec 2023c, 4)

Palveluliiketoiminnan kasvu vuodesta 2019 vuoteen 2022 oli noin 18,1 %, joka on huomattavasti muun liiketoiminnan kasvua alhaisempi. Palveluliiketoiminnan vuosien 2019–2022 CAGR oli vain noin 5,7 %. (Metso Outotec 2020e, 45; Metso Outotec 2022b, 5) Tulokset indikoivat, että palveluliiketoiminnan synergiat olivat odotettua alhaisemmat.

Julkisen raportoinnin pohjalta on ongelmana liikevaihtosynergioiden osuuden erottaminen koko liikevaihdon kasvusta. Kovaan kasvuun on voinut vaikuttaa esimerkiksi yhtiön sykliset

asiakastoimialat, joilla erot syklien eri vaiheiden välillä ovat suuria. Asiakastoimialojen syklisyys lisää haastetta asettaa arvio perustason liikevaihdolle, sillä syklisyys lisää myynnin vaihtelua.

Yhdistymisellä saavutetun kattavan tuotevalikoiman mineraalien ja metallinjalostuksen arvoketuissa odotettiin synnyttävän liikevaihtosynergiaa (Inderes 2019, 33–35min). Taulukossa 4 käytetyt tiedot ovat kuvan 10 mukaisia ja niitä on käsitelty tarkemmin luvussa 4.1. Taulukon 4 perusteella Metallit -segmentin kasvu on ollut erittäin vahvaa, mutta Mineraalit -segmentin taas melko vaihtelevaa. Tulokset indikoivat, että suurin osa liikevaihtosynergioista on todennäköisesti syntynyt Kivenmurskaus ja Metallit -segmenteissä.

Taulukko 4. Liikevaihto segmenteittäin vuosina 2019 ja 2022 sekä kehitys ja Compound Annual Growth Rate (CAGR). Vuoden 2019 havainnollistavat tiedot ovat uuden segmenttirakenteen mukaisesti laadittuja vertailukelpoisia historiatietoja. Vuoden 2022 tietoihin on tehty hydrometallurgia-liiketoiminnan oikaisut vertailukelpoisuuden varmistamiseksi. (Metso Outotec 2020e, 5–7; Metso Outotec 2022b, 35)

Liikevaihto segmenteittäin	2019	2022	muutos	CAGR
Kivenmurskaus	928	1446	55,8 %	15,9 %
Mineraalit	2627	3049	16,1 %	5,1 %
Metallit	475	799	68,2 %	18,9 %
Yhteensä	4030	5295	31,4 %	9,5 %

Kuten luvussa 4.2 mainittiin, julkisen seurannan mukaan liikevaihtosynergioita oli toteutunut 110 miljoonan euron edestä vuoden 2021 loppuun mennessä. Vasta tämän jälkeen liikevaihto teki kuvan 12 mukaisen valtavan 25 % nousun vuonna 2022. Luvussa 2.4 käsitellyn liikevaihtosynergioiden teorian mukaan liikevaihtosynergioiden saavuttaminen kestää kulusynergioita kauemmin, joten on loogista, että liikevaihtosynergiat olisivat alkaneet vaikuttaa merkittävästi vasta vuosina 2021 ja 2022. Tulosten ja teorian perusteella arvioituna liikevaihtosynergioissa saavutettiin vähintään 150 miljoonan euron vuositaso, joka toteutui viimeistään alkuperäisen tavoitteen aikarajaan (30.6.2023) mennessä.

Liikevaihtosynergioiden toteutumista on vaikea arvioida, sillä yhtiö lopetti julkisen seurannan ennenaikaisesti, olettaen päivitetyn tavoitteen toteutuvan tilauskannan synergioiden perusteella (Metso Outotec 2021c, 7). Tämän jälkeen jouduttiin kuitenkin tekemään 380 miljoonan euron edestä tilausten alasajoja Venäjän hyökkäyssodan vuoksi (Metso Outotec 2022d, 3–4). Näin ollen päivitetyn tavoitteen toteutumista ei voida arvioida. Todellisuudessa toteutuneet liikevaihtosynergiat voivat olla huomattavasti suuremmat kuin 150 miljoonaa euroa, mutta niitä ei julkisen raportoinnin perusteella pystytä tarkemmin määrittämään.

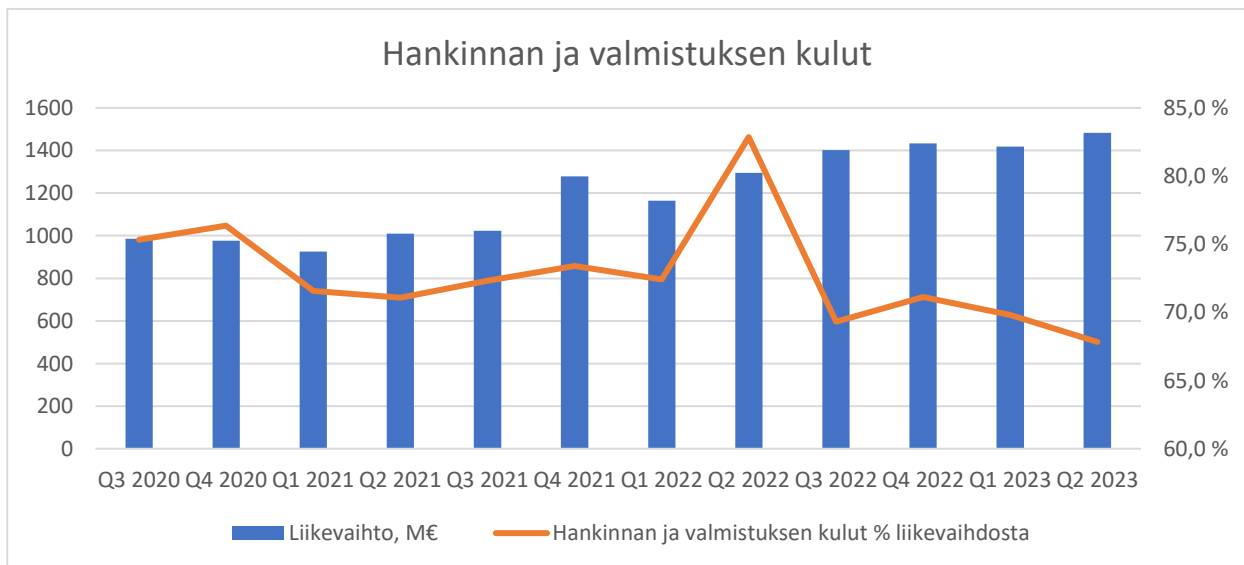
4.4 Kulusynergiat

Yhtiön julkisen seurannan mukaan kulusynergiat ylittivät alkuperäisen tavoitteen. Seurannan mukaan myös päivitetty kulusynergiatavoite ylittyi 22 miljoonalla. Julkisesta seurannasta voi saada helposti käsityksen, että kulusynergiat ja integraatio ylittivät niille asetetut odotukset. Toteutuuko sama menestys kulusynergioiden osalta yhtiön raportoimissa luvuissa?

4.4.1 Hankinnan, valmistuksen ja toimitusketjun kulut

Metso Outotec raportoi tuloslaskelmansa toimintokohtaisena. Toimintokohtaisen tuloslaskelman hankinnan ja valmistuksen kulujen erä kuvaa suoraan hankintaan, tuotantoon ja toimitusketjuun liittyvät kustannukset kokonaisuudessaan (Tuovila 2023). Yhtiö arvioi alun perin noin 40 % kustannussäästöistä tulevan hankinnasta sekä valmistustoiminnan ja toimitusketjun optimoinnista. Hankintojen synergioita perusteltiin yhtiöiden hyvin samanlaisilla hankinnoilla. (Inderes 2019, 30–33min.) Arvio laskettiin tavoitteiden päivityksen yhteydessä 25 %:iin (Metso Outotec 2020d, 6).

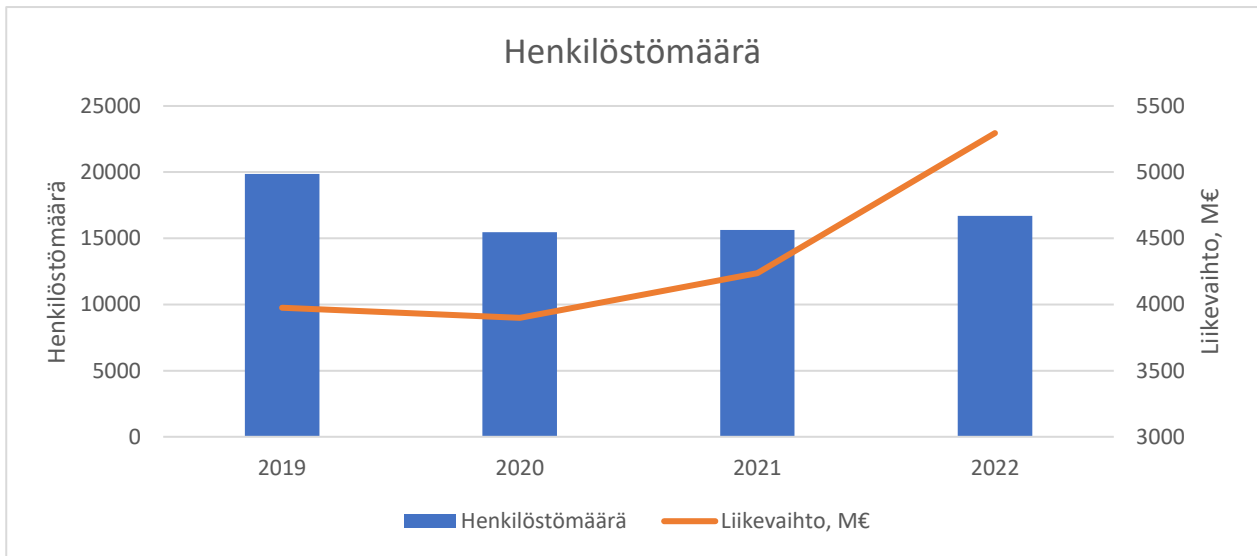
Kuvasta 15 voidaan havaita liikevaihdon kasvaneen ja hankinnan ja valmistuksen kulujen suhteen liikevaihtoon laskeneen tarkasteluperiodilla. Kehitys viittaa kulusynergioihin, joiden seurauksena suurempi myynti on voitu saavuttaa pienemmillä hankinnan, valmistuksen ja toimitusketjun kuluilla. Vuoden 2022 toisella kvartaalilla kulutasossa on tapahtunut äkillinen nousupiikki. Tätä edeltävällä kvartaalilla Venäjä hyökkäsi Ukrainaan. Sota Euroopassa aiheutti markkinoilla epävarmuutta. Metso Outotec kirjasi kyseisellä kvartaalilla 150 miljoonan varauksen Venäjäriskeihin liittyen ja sopimuksia ajettiin alas noin 380 miljoonan euron edestä. (Metso Outotec 2022d, 3–4.)



Kuva 15. Hankinnan ja valmistuksen kulut tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 12; Metso Outotec 2020e, 15; Metso Outotec 2021d, 11; Metso Outotec 2021a, 13; Metso Outotec 2021b,

13; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022c, 14; Metso Outotec 2022d, 15; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

Kuvasta 16 voidaan havaita henkilöstömäärän laskeneen merkittävästi, vaikka liikevaihto on kasvanut samaa aikaa. Tämä indikoi tehokkuuden kasvaneen, sillä vähemmällä henkilöstöllä saadaan aikaan enemmän myyntiä. Osa henkilöstömäärän vähennyksestä on todennäköisesti tapahtunut hallinnossa ja osa tuotannossa.



Kuva 16. Metso Outotec henkilöstömäärän kehitys vuosina 2019–2022. Vuosien 2019 ja 2022 liikevaihdot ovat esitetty Pro Forma -tietojen mukaisesti. (Metso 2019b, 3; Outotec 2019c, 19; Metso Outotec 2020e, 3–25; Metso Outotec 2021e, 2–4; Metso Outotec 2022f, 2–4)

Tutkimuksen synergioiden arvioimisessa käytetään synergiatavoitteiden alkuperäisen takarajan (30.6.2023) mukaista Trailing Twelve Months (TTM) -kulutasoa. Se kuvaa kyseistä päivää edeltävän 12 kuukauden keskimääräistä kulutasoa. Tätä lukua käytetään, sillä se linkittyy alkuperäisten synergiatavoitteiden aikarajaan ja tasoittaa kausivaihtelua vertailussa.

Taulukko 5. Hankinnan ja valmistuksen kulut ja kulutasot. Vuosien 2019 ja 2022 tiedot on esitetty Pro Forma -tietojen mukaisesti. TTM-sarake kuvaa 30.6.2023 perusteella määritettyjä Trailing Twelve Months -tietoja. (Metso Outotec 2020e, 22–25; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

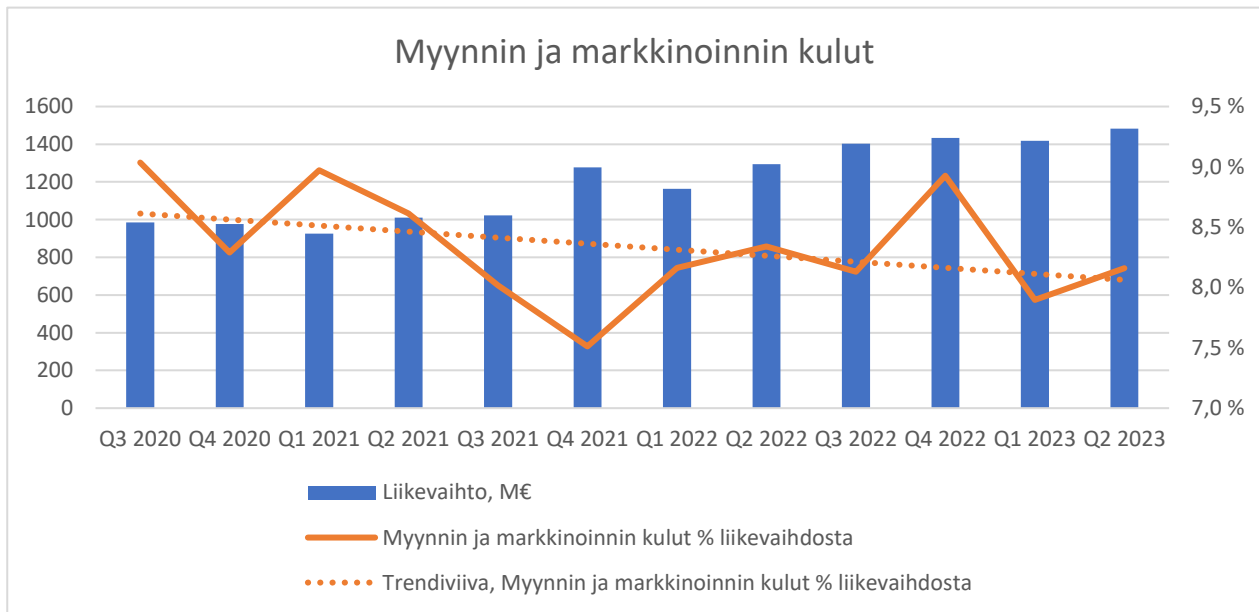
Periodi	2019	2020	2021	2022	TTM
Hankinnan ja valmistuksen kulut	2895	2828	3058	3909	3988
% liikevaihdosta (kulutaso)	72,8 %	72,5 %	72,2 %	73,8 %	69,5 %

Kaikki tutkimuksessa esitettävät arviot kulusynergioista on muodostettu laskemalla vuoden 2019 kulutason ja alkuperäisen tavoitteen aikarajan (30.6.2023) mukaisen Trailing Twelve Months kulutason välinen ero vuoden 2022 liikevaihdolla. Hankinnan ja valmistuksen tuloslaskelmaerän kulutukset ovat esitetty taulukossa 5. Hankinnan ja valmistuksen kulujen kohdalla saavutettiin noin 175 miljoonan euron kulusyngrioiden vuositaso tavoiteaikaan mennessä.

4.4.2 Yleiskustannukset

Yhtiön käyttämässä toimintokohtaisessa tuloslaskelmassa yleiskustannusten eriä ovat myynnin ja markkinoinnin kulut, hallinnon kulut sekä tutkimus- ja tuotekehityskulut. Liiketoiminnan muut kulut on jätetty tarkastelun ulkopuolelle, sillä ne olivat yhtiön Pro Forma -raportoinnissa yhdistettyinä liiketoiminnan muihin tuottoihin ja esitetty näiden nettovaikutuksena.

Kuvasta 17 voidaan havaita myynnin ja markkinoinnin kulutason trendin olleen laskeva, vaikka vaihtelu on ollut suurta tarkasteluperiodilla. Tarkasteluperiodilla liikevaihto on kasvanut, mutta myynnin ja markkinoinnin kulutaso laskenut. Tulokset indikoivat yhdistymisessä syntyneen kulusynergiaa myynnin ja markkinoinnin kuluissa.



Kuva 17. Myynnin ja markkinoinnin kulut tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 12; Metso Outotec 2020e, 15; Metso Outotec 2021d, 11; Metso Outotec 2021a, 13; Metso Outotec 2021b, 13; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022c, 14; Metso Outotec 2022d, 15; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

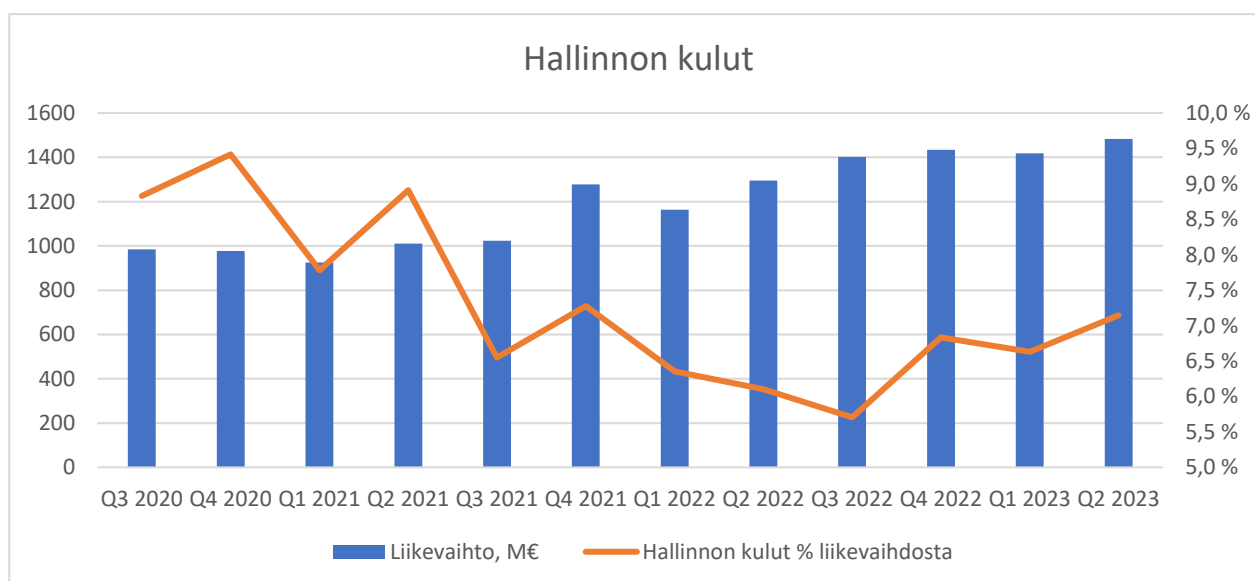
Yhtiö arvioi osan kustannussäästöistä tulevan verkostoista (Inderes 2019, 30–33min), joten on mahdollista, että verkostot ovat vähentäneet myynnin ja markkinoinnin vaatimia suhteellisia

kustannuksia. Kulutasot ovat esitetty taulukossa 6. Myynnin ja markkinoinnin kulujen kohdalla saavutettiin noin 69 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso tavoiteaikaan mennessä.

Taulukko 6. Myynnin ja markkinoinnin kulut ja kulutasot. Vuosien 2019 ja 2022 tiedot on esitetty Pro Forma -tietojen mukaisesti. TTM-sarake kuvaa 30.6.2023 perusteella määritettyjä Trailing Twelve Months -tietoja. (Metso Outotec 2020e, 22–25; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

Periodi	2019	2020	2021	2022	TTM
Myynnin ja markkinoinnin kulut	381	343	348	445	475
% liikevaihdosta (kulutaso)	9,6 %	8,8 %	8,2 %	8,4 %	8,3 %

Yhtiö arvioi osan kustannussäästöistä tulevan hallinnosta (Inderes 2019, 30–33min). Kuvasta 18 voidaan havaita hallinnon kulutason laskeneen ja liikevaihdon saman aikaisesti kasvaneen tarkasteluperiodilla. Hallinnon vaatimat suhteellisesti pienemmät kustannukset indikoivat, että hallinnon kuluissa saavutettiin yhdistymisen myötä kulusynergiaa.



Kuva 18. Hallinnon kulut tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 12; Metso Outotec 2020e, 15; Metso Outotec 2021d, 11; Metso Outotec 2021a, 13; Metso Outotec 2021b, 13; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022c, 14; Metso Outotec 2022d, 15; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

Taulukko 7 esittää hallinnon kustannukset ja kulutasot. Absoluuttiset hallinnon kustannukset kasvoivat, mutta hallinnon kustannusten suhteellinen osuus liikevaihdosta laski. Aiemmin kuvatulla

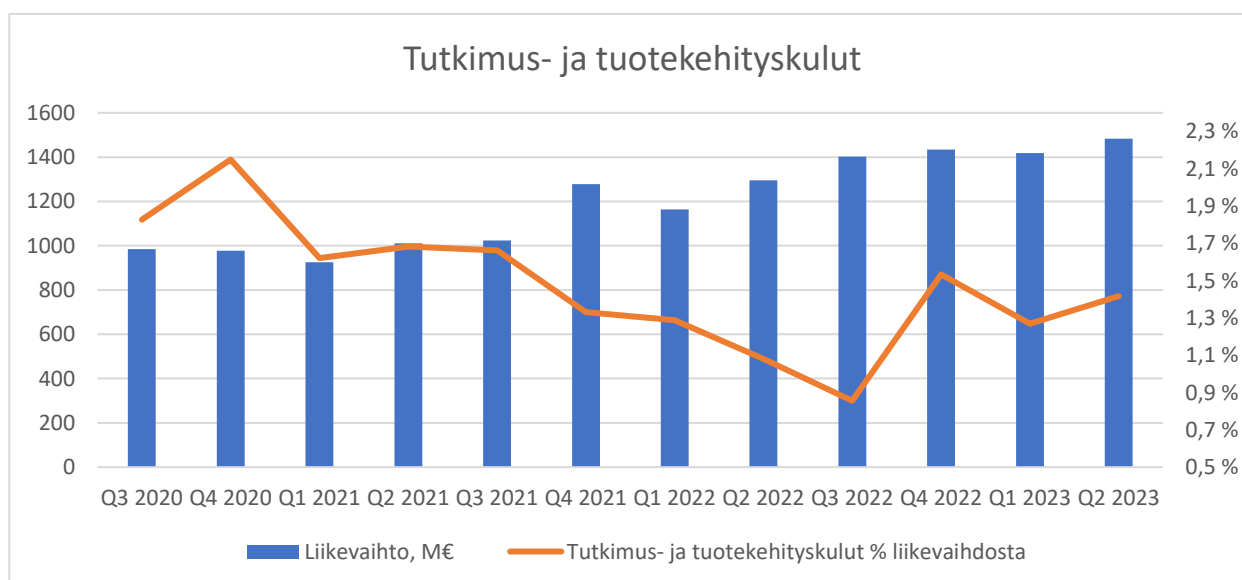
menetelmällä laskettuna hallinnon kuluissa saavutettiin noin 85 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso tavoiteaikaan mennessä.

Taulukko 7. Hallinnon kulut ja kulutasot. Vuosien 2019 ja 2022 tiedot on esitetty Pro Forma -tietojen mukaisesti. TTM-sarake kuvaa 30.6.2023 perusteella määritettyjä Trailing Twelve Months -tietoja. (Metso Outotec 2020e, 22–25; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

Periodi	2019	2020	2021	2022	TTM
Hallinnon kustannukset	326	286	321	331	378
% liikevaihdosta	8,2 %	7,3 %	7,6 %	6,3 %	6,6 %

Yhtiö odotti kustannussäästöjä tutkimus- ja tuotekehityskustannuksista. Toimitusjohtaja Vauramo kertoi molemmilla yhtiöillä olevan vahva tausta tuotekehityksessä (Inderes 2019, 18–20min). Tutkimus- ja tuotekehityskuluihin liittyviä kulusynergioita on voinut syntyä niihin liittyvien projektien yhdistämisellä sekä jakamalla yhtiöiden tietotaitoa ja osaamista.

Kuvasta 19 voidaan havaita tutkimus- ja tuotekehityskulujen kulutasossa selkeä lasku, kun taas liikevaihto on kasvanut samaan aikaan. Tutkimus- ja tuotekehityskulujen kulutaso pohjasi samaa aikaa hallinnon kulutason kanssa vuoden 2022 kolmannella kvartaalilla, jonka jälkeen taso alkoi nousta. Taso oli alimmillaan 0,9 % liikevaihdosta.



Kuva 19. Tutkimus- ja tuotekehityskustannukset tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 12; Metso Outotec 2020e, 15; Metso Outotec 2021d, 11; Metso Outotec 2021a, 13; Metso Outotec

2021b, 13; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022c, 14; Metso Outotec 2022d, 15; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

Kuvasta 19 ja taulukosta 8, voidaan havaita tutkimus- ja tuotekehityskulujen laskeneen sekä absoluuttisesti, että suhteellisesti tarkasteluperiodilla. Tämä voi olla seurausta kulusynergioilla saavutetusta edusta tai yhtiön säästötoimista, joiden vuoksi tutkimukseen ja tuotekehitykseen on investoitu vähemmän. Taulukon 8 mukaisella TTM-kulutasolla aiemmin kuvatulla menetelmällä laskettuna kulusyngioissa saavutettiin 54 miljoonan euron vuositaso tavoiteaikaan mennessä.

Taulukko 8. Tutkimus- ja tuotekehityskulut ja kulutasot. Vuosien 2019 ja 2022 tiedot on esitetty Pro Forma -tietojen mukaisesti. TTM-sarake kuvaa 30.6.2023 perusteella määritettyjä Trailing Twelve Months -tietoja. (Metso Outotec 2020e, 22–25; Metso Outotec 2021e, 17; Metso Outotec 2022e, 15; Metso Outotec 2022f, 15; Metso Outotec 2023b, 13; Metso Outotec 2023c, 13)

Periodi	2019	2020	2021	2022	TTM
Tutkimus- ja tuotekehityskulut	91	83	66	64	73
% liikevaihdosta (kulutaso)	2,3 %	2,1 %	1,6 %	1,2 %	1,3 %

4.4.3 Kannattavuus

Kannattavuuden tunnusluvut ovat sijoittajia kovasti kiinnostava, osakekurssiinkin vaikuttava tekijä. Taulukon 9 mukainen kannattavuuden merkittävä parantuminen indikoi kulusyngioiden laskeneen yhtiön keskimääräisiä kustannuksia. Taulukossa esitetty oikaistu EBITA-% kuvaa operatiivisen toiminnan tulosta ilman rahoituskuluja, veroja, alaskirjauksia ja vertailtavuuteen vaikuttavia kertaluontoisia eriä suhteessa liikevaihtoon.

Taulukko 9. Metso Outotec tunnuslukuja. Vuoden 2019 tiedot on esitetty Pro Forma -tietojen mukaisesti. TTM-sarake kuvaa 30.6.2023 perusteella määritettyjä Trailing Twelve Months -tietoja. (Metso Outotec 2020e, 24; Metso Outotec 2022e, 2–15; Metso Outotec 2022f, 2–15; Metso Outotec 2023b, 2–13; Metso Outotec 2023c, 2–13)

Kannattavuuden tunnuslukuja	2019	TTM
Bruttokate-%	27,2 %	30,5 %
Oikaistu EBITA-%	11,4 %	15,3 %
Liikevoitto-%	6,4 %	14,0 %

Oikaistu EBITA on niin sanotusti manipuloitavissa oleva mittari. Tässä tilanteessa se vaikuttaisi olevan linjassa muiden tunnuslukujen kanssa, jonka lisäksi siihen tehdyt oikaisut on tarkistettu. Näin ollen sitä voidaan tässä yhteydessä pitää luotettavana.

4.5 Rahoituksen optimoinnin synergiat

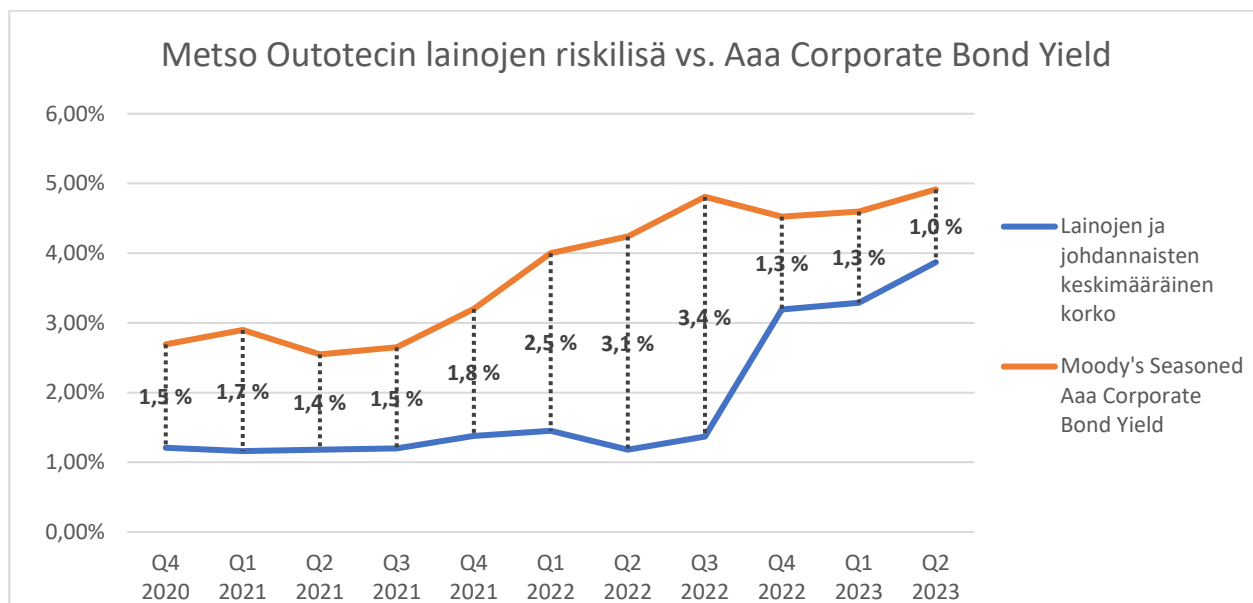
Yhdistymiselle odotettiin rahoituksen synergioita alentuneiden rahoituskustannusten muodossa. Yhdistyneen yhtiön tavoitteena oli Metsolle aiemmin myönnetty Investment Grade -tason luottoluokitus. (Outotec 2019b.) Investment Grade -tason luottoluokitus merkitsee suhteellisesti pienempää riskiä joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan maksuvaikeuksille. Mitä matalampi velkakirjan riski on, sitä matalampi on myös siltä vaadittu tuotto. Yleisimpiä luottoluokittajia ovat Standard & Poor's, Moody's sekä Fitch. Sijoittajat käyttävät luottoluokituksia tukena päätöksenteossa. (Chen 2023.) Korkea luottoluokitus siis parantaa yhtiön asemaa hankkia rahoitusta matalammilla pääomakustannuksilla.

Standard & Poor's ja Moody's antoivat molemmat Metso Outotecille alustavan Investment Grade -luokituksen lokakuussa 2019 ennen yhdistymistä. Standard & Poor's antoi BBB- luokituksen, joka on sen käyttämällä asteikolla alhaisin Investment Grade -tason luokitus. Moody's taas antoi Baa2 luokituksen, joka on sen käyttämällä asteikolla toiseksi alhaisin Investment Grade -tason luokitus. (Metso 2019b., 4; Chen 2023.)

Lokakuussa 2019 annetut luottoluokitukset pysyivät ennallaan 25.4.2023 asti, jolloin Standard & Poor's korotti luokituksen BBB tasolle (Metso Outotec 2023d). Metsolla oli vuoden 2019 tilinpäätöksessään sama BBB luottoluokitus (Metso 2019b, 72). Näin ollen tavoitteen Metson alkuperäistä luokitusta vastaavasta luokituksesta voidaan katsoa toteutuneen.

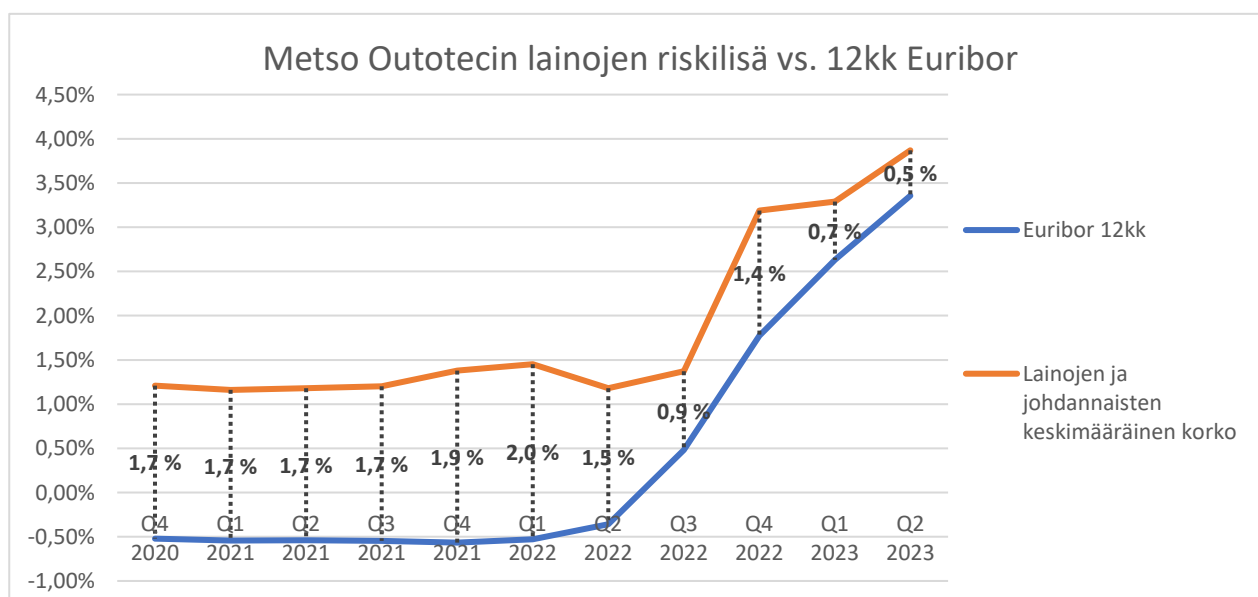
Vuoden 2019 tilinpäätöksessä Outotecin pitkäaikaisten lainojen keskiporko oli 3,66 % ja vuoden 2018 tilinpäätöksessä 3,63 % (Outotec 2019c, 65). Metsolla taas oli samaan aikaan 2019 1,45 % ja 2018 1,96 % (Metso 2019b, 82). Tämän perusteella voidaan katsoa Outotecilla olleen huomattavasti huonommat ehdot korollisen vieraan pääoman hankintaan kuin Metsolla. Koska yhdistymisen myötä saavutettiin Metson alkuperäinen luottoluokitus, voidaan tämän perusteella katsoa, että yhdistymisen myötä Outotecin osalta rahoituksen ehdot ja mahdollisuudet paranivat ja näin ollen syntyi rahoituksen synergiaa.

Kuvasta 20 voidaan havaita Metso Outotecin lainojen ja johdannaisten keskiporkon olleen tarkasteluperiodilla korkean Aaa -luottoluokituksen joukkovelkakirjoja edullisempi. Tarkasteluperiodin loppua kohden ero on kaventunut. Yhtiö ei raportoinut keskimääräistä korkoaan vuoden 2020 kolmannella kvartaalilla, joten se jouduttiin jättämään tarkastelun ulkopuolelle.



Kuva 20. Metso Outotecin lainojen riskilisä vs. Moody's Seasoned Aaa Corporate Bond Yield (Metso Outotec 2020e, 4; Metso Outotec 2021d, 4; Metso Outotec 2021a, 4; Metso Outotec 2021b, 4; Metso Outotec 2021e, 5; Metso Outotec 2022c, 6; Metso Outotec 2022d, 6; Metso Outotec 2022e, 5; Metso Outotec 2022f, 5; Metso Outotec 2023b, 5; Metso Outotec 2023c, 5; FRED 2023)

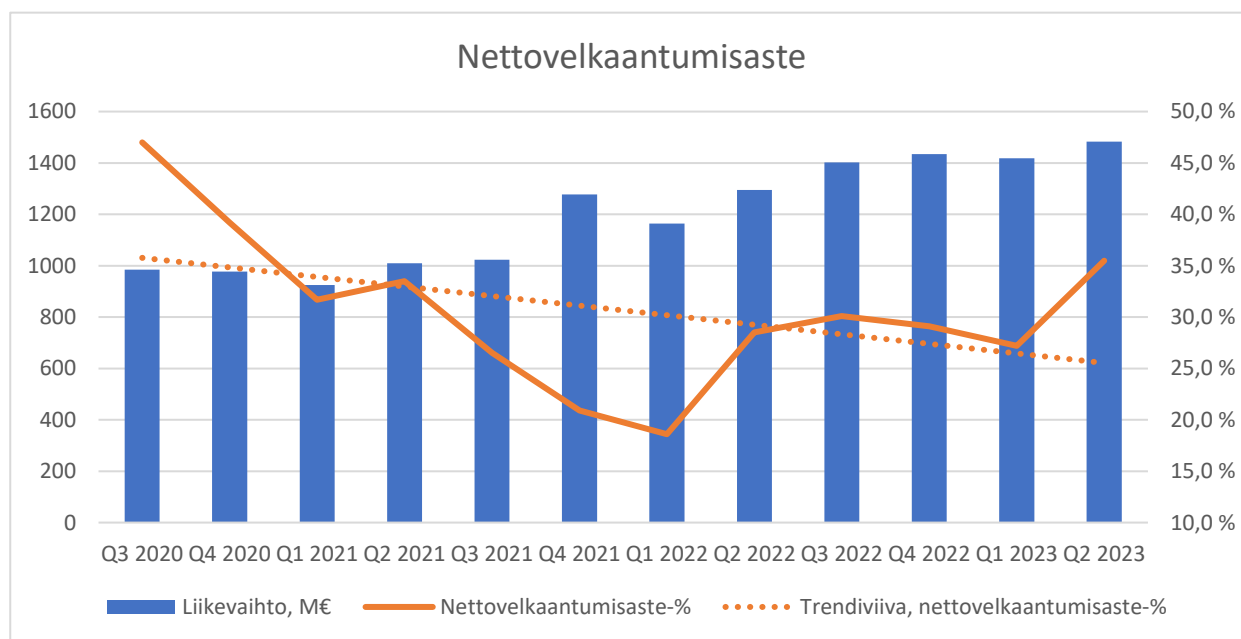
Kuvasta 21 voidaan havaita keskimääräisen koron ja 12 kuukauden Euriborin välisen eron laske-
neen tarkasteluperiodin aikana. Riskilisän pieneneminen voi viitata rahoituksen optimoinnilla saa-
vutettuihin synergioihin. Metso Outotecin lainojen ja johdannaisten keskikorko seuraa Euriborin
mukaista trendiä, joka johtuu todennäköisesti siitä, että matalammassa korkoympäristössä otettuja
eräntyviä lainoja korvataan uusilla korkeamman korkotason mukaisilla lainoilla.



Kuva 21. Metso Outotecin lainojen riskilisä vs. 12 kuukauden Euribor (Metso Outotec 2020e, 4; Metso Outotec 2021d, 4; Metso Outotec 2021a, 4; Metso Outotec 2021b, 4; Metso Outotec 2021e, 5; Metso Outotec 2022c, 6; Metso Outotec 2022d, 6; Metso Outotec 2022e, 5; Metso Outotec 2022f, 5; Metso Outotec 2023b, 5; Metso Outotec 2023c, 5; European Central Bank 2023)

Vakaan pääomarakenteen kerrottiin alun perin olevan yksi yhdistymisen hyödyistä (Outotec 2019b). Nettovelkaantumisaste on yleisesti käytetty taloudellinen mittari, joka mittaa yhtiön velkavastuiden suhdetta yhtiön omiin varoihin. Mitä pienempi nettovelkaantumisaste on, sitä vähemmän velkaa yhtiöllä on suhteessa sen omiin varoihin. Noin 25–50 % tasoa pidetään optimaalisena tasona. Yli 50 % taso tarkoittaa korkeaa velkaantuneisuutta ja korkeaa riskiä. (Boyte-White 2023.)

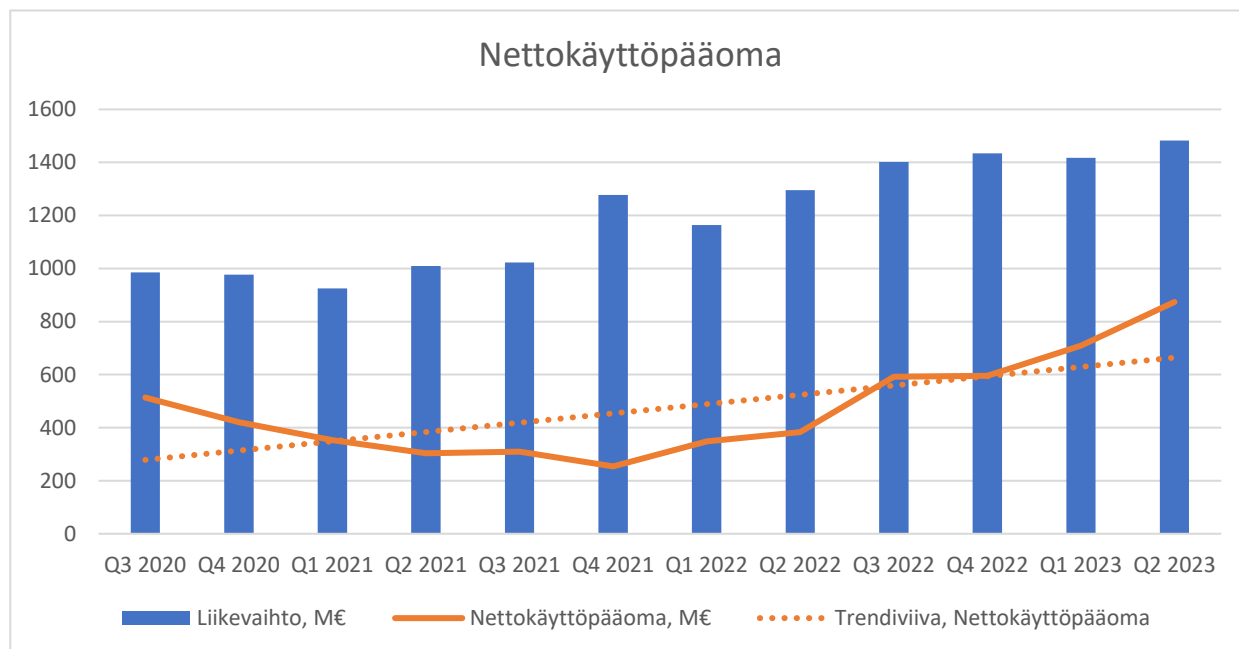
Pääomarakenteen vakautta tarkastellaan tässä tutkimuksessa nettovelkaantumisasteen avulla. Kuvasta 22 voidaan havaita nettovelkaantumisasteen laskeneen eli yhtiön omien varojen määrä on kasvanut suhteessa velkavastuisiin tarkasteluperiodin aikana. Kehitys indikoi, että yhdistymisen myötä pääomarakenne on vakautunut.



Kuva 22. Nettovelkaantumisasteen kehitys tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 22; Metso Outotec 2020e, 26; Metso Outotec 2021d, 17; Metso Outotec 2021a, 19; Metso Outotec 2021b, 19; Metso Outotec 2021e, 23; Metso Outotec 2022c, 20; Metso Outotec 2022d, 21; Metso Outotec 2022e, 21; Metso Outotec 2022f, 21; Metso Outotec 2023b, 19; Metso Outotec 2023c, 19)

Mitä nopeampi yrityksen varastonkierto on ja mitä nopeammin se saa maksun myynneistä, sitä vähemmän käyttöpääomaa se tarvitsee. Maksuvalmius on tärkeä turvata, mutta liian suuri käyttöpääoma sitoo varoja tuottavammilta kohteilta. (Wei 2021.) Kuvan 23 perusteella vaikuttaa siltä, että

käyttöpääoman tarve on kasvanut yhdistymisen aikana. Vuoden 2023 toisella kvartaalilla nettokäyttöpääoma on yli puolet liikevaihdosta eli korkeammalla suhteellisella tasolla, kuin tarkasteluperiodin alussa. Näin ollen yhdistymisellä ei ole todennäköisesti syntynyt vapautuneen käyttöpääoman suhteen synergiaa.



Kuva 23. Nettokäyttöpääoman kehitys tarkasteluperiodilla (Metso Outotec 2020f, 22; Metso Outotec 2020e, 26; Metso Outotec 2021d, 17; Metso Outotec 2021a, 19; Metso Outotec 2021b, 19; Metso Outotec 2021e, 23; Metso Outotec 2022c, 20; Metso Outotec 2022d, 21; Metso Outotec 2022e, 21; Metso Outotec 2022f, 21; Metso Outotec 2023b, 19; Metso Outotec 2023c, 19)

5 Pohdinta

Tutkimuksen tavoite on selvittää, miten Metso Outotec yritysjärjestelylle asetetut synergiatavoitteet toteutuivat niille asetetussa aikataulussa. Tutkimukselle asettamani alakysymykset ovat:

- Kuinka liikevaihtosynergioille asetetut tavoitteet toteutuivat?
- Kuinka kulusynergioille asetetut tavoitteet toteutuivat?
- Syntyikö yhdistymisessä rahoituksen optimoinnin kautta muita synergioita?

Tutkimuksen rajaus yksityissijoittajalle saatavilla olevaan tietoon rajasi mahdollisuutta liikevaihtosynergioiden tarkastelulle, mutta toi tietoa siitä, miten liikevaihtosynergioiden seuraaminen on yksityissijoittajan kohdalla mahdollista. Tarkasteltavassa tapauksessa mahdollisuudet liikevaihtosynergioiden seurantaan olivat erittäin rajalliset, verrattuna mahdollisuuksiin, joita yhtiön sisäisellä laskennalla on käytettävissä. Liikevaihtosynergioita arvioitiin saatavilla olevan tiedon perusteella siinä määrin, kun se oli mahdollista.

Yksityissijoittajien ja tutkimuksen kannalta on valitettavaa, että Metso Outotec lopetti synergioiden julkisen seurannan ennen kuin liikevaihtosynergioiden päivitetyn tavoitteen saavuttaminen oli varmistettu. Yhtiö kertoi vuoden 2021 tilinpäätöksessään sen tilauskannassa olleen 115 miljoonan arvosta liikevaihtosynergioita, jotka tulouttamalla tavoitteen piti tulla täyteen (Metso Outotec 2021c, 7). Kahden kvartaalin päästä seurannan lopettamisesta yhtiö joutui kuitenkin alasajamaan 380 miljoonan euron edestä Venäjään liittyviä tilauksia (Metso Outotec 2022d, 3–4). Tämän vuoksi sijoittajalla ei ollut seurannan lopettamisen jälkeen enää mitään käsitystä paljonko synergioita on jäljellä tilauskannassa ja tuloutuivatko ne päivitetyn tavoitteen aikarajan sisällä.

Laskelmat kulusynergioista perustuvat yhdistymisen myötä tapahtuneisiin muutoksiin suhteellisissa kulutasoissa. Julkisen raportoinnin pohjalta ei voida sanoa täysin varmaksi johtuivatko kaikki kustannussäästöt esimerkiksi mittakaavaeduista, täydentävistä resursseista vai jostain synergioiden ulkopuolisesta tekijästä. Tämä ei vaikuta merkittävästi tutkimuksen valideuteen, sillä suhteiden muutokset ovat vahvasti yhteydessä yhdistymiseen ja todennäköisesti suurimmaksi osaksi seurausta kulusynergioista. Tutkimuksessa on kaiken lisäksi tarkoitus arvioida synergioita julkisesti saatavilla olevan tiedon näkökulmasta, joten arvioiden ei voida olettaakaan olevan yhtä tarkkoja, kuin mitä yhtiön sisäisen laskennan käytössä oleva data mahdollistaisi.

Metso Outotecin osakkeen päätöskurssi oli 1.7.2020 kaupankäynnin alkaessa uudella osakkeella 4,95 euroa ja alkuperäisen tavoitteen loppuun mennessä 30.6.2023 11,05 euroa. (Metso Outotec 2023e). Kolmessa vuodessa saavutettu noin 123 % kurssinousu indikoi sijoittajien kokeneen yhdistymisen onnistuneena. Myös yhtiön synergioiden julkisen seurannan perusteella yhdistymisestä

saa erittäin onnistuneen kuvan. Toteutetun tutkimuksen tulokset tukevat näkemystä onnistuneesta yritysjärjestelystä.

5.1 Yhteenveto tuloksista

Luvun 2.7 lopussa esitellyn tutkimuksen mukaan täydentävyyttä tavoittelevissa yrityskaupoissa arvon realisointi voi olla vaikeampaa kuin olemassa oleva kirjallisuus antaa olettaa. Tämä ilmeni tutkijoiden mukaan varsinkin silloin kun omistajat pyrkivät hyödyntämään yritysten yhtäläisyyksiä. Metso Outotecin yritysjärjestely jakautuu selkeästi täydentävyyttä tavoitteleviin yrityskauppoihin, sillä yhtiöiden kerrottiin täydentävän toisiaan toimimalla samoilla toimialoilla arvoketjun eri osissa. Metso Outotecin yritysjärjestelyssä arvon realisointi ei vaikuta tuottaneen ylitsepääsemättömiä haasteita. Kaikki alkuperäiset tavoitteet saavutettiin ja kulusynergioita syntyi tulosten perusteella moninkertaisesti verrattuna alkuperäisiin odotuksiin.

Kuten luvussa 4.2 mainittiin, julkisen seurannan mukaan liikevaihtosynergioita oli toteutunut jo 110 miljoonan euron edestä vuoden 2021 loppuun mennessä. Vasta tämän jälkeen liikevaihto teki valtavasti nousun vuonna 2022. Luvussa 2.4 esitellyn liikevaihtosynergioiden teorian mukaan, liikevaihtosynergioiden saavuttaminen kestää kulusynergioita kauemmin. Tämä tukee arviota siitä, että liikevaihtosynergiat ovat alkaneet vaikuttaa merkittävästi vasta vuosina 2021 ja 2022. Teoria ja tulokset indikoivat, että liikevaihtosynergioissa saavutettiin vähintään 150 miljoonan euron vuositaso, joka toteutui viimeistään alkuperäiseen tavoiteaikaan (30.6.2023) mennessä. Taulukko 10 esittää yhteenvedon liikevaihtosynergioista alkuperäiseen tavoiteaikaan mennessä.

Taulukko 10. Yhteenveto liikevaihtosynergioista 30.6.2023 mennessä

Liikevaihtosynergioiden vuositaso	
Laiteliiketoiminta	ei mahdollista arvioida erillään
Palveluliiketoiminta	ei mahdollista arvioida erillään
Yhteensä	vähintään 150 M€

Liikevaihtosynergioiden päivitetyn tavoitteen toteutumista ei voida katsoa varmaksi sijoittajalle saatavilla olevasta tiedosta, sillä liikevaihtosynergioita on vaikea erottaa muusta liikevaihdon kasvusta ja yhtiö lopetti synergioiden julkisen seurannan liian aikaisin. Toteutuneet liikevaihtosynergiat voivat mahdollisesti olla moninkertaiset alkuperäisiin odotuksiin verrattuna, mutta julkisesti saatavilla oleva tieto ei riitä niiden arvioimiseksi.

Alun perin noin 40 % kulusynergioista odotettiin syntyvän hankintojen, valmistuksen ja toimintaketjun optimoinnista. Näitä toimintoja kuvaavat yhtiön käyttämän toimintokohtaisen tuloslaskelman hankinnan ja valmistuksen kulut. Tulosten perusteella hankinnan ja valmistuksen kuluissa

saavutettiin 175 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso. Noin 45,7 % arvioituista kulusynergi-oista syntyi siis hankinnassa, valmistuksessa ja toimitusketjussa. Pelkästään näissä toiminnoissa syntyneet kulusynergiat olivat 75 miljoonaa euroa yli alkuperäisen kulusynergiatavoitteen.

Loput noin 60 % kulusynergiosta arvioitiin syntyvän pääkonttorista, hallinnosta, verkostoista, huol-lon kasvavasta käyttöasteesta ja tietojärjestelmistä. Tulosten perusteella kulusynergioita syntyi toi-mintokohtaisen tuloslaskelman myynnin ja markkinoinnin kulujen, hallinnon kulujen sekä tutkimus- ja tuotekehityskulujen tuloslaskelmaerissä.

Myynnin ja markkinoinnin kuluissa syntyneet synergiat todennäköisesti viittaavat mainittuihin ver-kostoihin. Tulosten perusteella myynnin ja markkinoinnin kuluissa saavutettiin 69 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso. Hallinnon kulut käsittävät selkeästi yhtiön mainitseman pääkonttorin sekä hallinnon optimoinnin. Tulosten perusteella hallinnon kuluissa saavutettiin 85 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso.

Yritysten tutkimus- ja tuotekehitystoiminta oli lehdistötiedotteen perusteella kummallekin yhtiölle tärkeää, jonka lisäksi se vaikutti olevan hyvin yhteensopivaa (Inderes 2019, 18–20min). Tutkimus- ja kehitystoiminnan kulusynergioille ei ollut asetettu odotuksia järjestelyn synergiatavoitteissa. Niissä saavutettiin tulosten perusteella 54 miljoonan euron kulusynergioiden vuositaso.

Kulusynergiat ylittivät sekä alkuperäisen, että päivitetyn tavoitteen reilusti. Kulusynergiat nousivat tulosten perusteella alkuperäiseen tavoiteaikaan (30.6.2023) mennessä 383 miljoonan euron vuo-sitasolle. Se on yli 3,8 kertaa alkuperäisen tavoitteen verran. Taulukko 11 esittää yhteenvedon ku-lusynergiosta alkuperäiseen tavoiteaikaan mennessä.

Taulukko 11. Yhteenveto kulusynergiosta 30.6.2023 mennessä

Kulusynergioiden vuositaso	
Hankinta, valmistus ja toimitusketju	175 M€
Myynti ja markkinointi	69 M€
Hallinto	85 M€
Tutkimus- ja tuotekehitys	54 M€
Yhteensä	383 M€

Tutkimuksessa ei liiallisen laajuuden välttämiseksi erikseen tutkittu kulusynergioiden määrää päivi-tettyyn tavoiteaikaan (31.12.2021) mennessä. Päivitettyyn aikarajaan mennessä kulusynergiat oli-vat julkisen seurannan perusteella 142 miljoonan vuositasolla. Mikäli yhtiön omaa seuranta voi-daan pitää luotettavana, päivitetty tavoite ylitettiin 22 miljoonalla eurolla.

Rahoituksen synergioissa saavutettiin ainut julkisesti mainittu tavoite eli Metson aiempi luottoluokitus. Yhdistymiseltä odotettiin vakaata pääomarakennetta. Yhdistymisen jälkeinen nettovelkaantumisasasteen lasku indikoi vakaan pääomarakenteen toteutuneen. Mahdollisista kassanhallinnan synergioista ei kerrottu tarkemmin yhtiön julkisessa raportoinnissa. Nettokäyttöpääoman kehityksen perusteella ainakaan vapautuneen käyttöpääoman muodossa ei syntynyt synergiaa.

Taulukko 12. Yhteenvedo rahoituksen synergioista 30.6.2023 mennessä

Rahoituksen synergiat	
Luottoluokitus	Tavoite saavutettiin
Vakaa pääomarakenne	Alentunut nettovelkaantumisasaste
Kassanhallinta	Ei havaintoa synergioista

Yritysjärjestely oli synergioiden ja integraation kannalta erittäin onnistunut. Teorian perusteella yritysten integraatio ja synergioiden realisointi on haastavaa. Metso Outotecin kohdalla integraatio lähti nopeasti käyntiin ja synergioita alkoi syntyä lähes heti yhdistymisen jälkeen. Kuten taulukosta 13 voidaan havaita, yritysjärjestelyn synergiat ylittivät alkuperäiset tavoitteet. Alkuperäiseen tavoiteaikaan mennessä kulusynergiat olivat odotuksiin nähden moninkertaiset, liikevaihtosynergiat vähintään tavoitteen verran ja tavoiteltu luottoluokitus saavutettiin. Järjestelyn yhtenä tavoitteena oli tulla alan johtavaksi yhtiöksi. Ennen Metso Outotec yritysjärjestelyä alan johtava toimija oli liikevaihdolla mitattuna Sandvikin Mining and Rock Technology -segmentti. Liikevaihdolla mitattuna Metso Outotecista tuli yritysjärjestelyn myötä tätä verrokkia suurempi (Metso Outotec 2022b, 5; Sandvik 2022).

Taulukko 13. Arvio synergioiden vuositasosta vs. alkuperäinen tavoite vs. päivitetty tavoite.

*31.12.2022 mennessä **31.12.2021 mennessä

Synergiat	Arvio synergioista 30.6.2023 mennessä	Alkuperäinen tavoite 30.6.2023 mennessä	Päivitetty tavoite
Liikevaihtosynergiat	Min. 150 M€/v taso	150 M€/v taso	150 M€/v taso*
Kulusynergiat	383 M€/v taso	100 M€/v taso	120 M€/v taso**
Rahoituksen synergiat	Tavoiteltu luottoluokitus, alentuneet pääomakustannukset, parantunut vakavaraisuus	Tavoitteena Metson alkuperäinen luottoluokitus, muuta ei määritetty	Tavoitteena Metson alkuperäinen luottoluokitus, muuta ei määritetty

5.2 Johtopäätökset ja kehittämissuhteet

Mielestäni yritysjärjestely oli synergiatavoitteiden näkökulmasta onnistunut. Yritysjärjestely saavutti tutkimuksen mukaan kaikki alkuperäiset tavoitteensa. Näin ollen yhdistymistä voidaan pitää onnistuneena ja se oli poikkeus monien epäonnistuneiden yritysjärjestelyjen joukossa. Alkuperäisten tavoitteiden lisäksi päivitetty tavoite saavutettiin ainakin kulusynergioiden osalta. Liikevaihtosynergioiden osalta päivitetyn tavoitteen saavuttamisen arvioimiseksi ei ollut julkisesti saatavilla tarpeeksi tietoa. Näin ollen liikevaihtosynergioiden suhteen päivitetyn tavoitteen toteutumisesta ei voida olla varmoja.

Metso Outotec teki mielestäni virheen luottamalla tilauskannan tuovan liikevaihdon synergia päivitetyn tavoitteen aikarajaan mennessä ja lopettamalla seurannan ennaikaisesti. Yhtiö ei tehnyt edes jälkikäteen päivityksiä, joista yksityissijoittaja olisi voinut tietää saavutettiinko päivitetty tavoite. Mielestäni yhtiön olisi ollut syytä jatkaa synergioiden julkista seuranta alkuperäiseen takarajaan eli 30.6.2023 asti, huolimatta siitä täytyikö tavoite sitä aikaisemmin tai ei. Tämä olisi mahdollistanut yksityissijoittajille kyvyn pysyä ajan tasalla liikevaihtosynergioista integraatioperiodin jälkeen sekä synergioiden toteutuman vertailun tavoitteisiin. Yhtiö ei myöskään maininnut rahoituksen optimoinnin synergioista muuta kuin luottoluokituksen julkisessa seurannassaan. Tämä toisaalta oli odotettavissa, sillä rahoituksen synergioille ei ollut määritelty tarkkoja tavoitteita, eivätkä ne olleet yhdistymisen keskiössä.

Kuten teoreettisessa viitekehyksessä todettiin, kulusynergioita on huomattavasti helpompi arvioida kuin liikevaihtosynergioita. Kulusynergioiden toteutumisesta oli tutkituista synergioista huomattavasti helpointa seurata ja arvioida julkisen raportoinnin perusteella. Osasin odottaa, ettei liikevaihtosynergioita todennäköisesti voi itse kovin tarkasti arvioida julkisen raportoinnin perusteella. Tutkimuksessa ilmeni, että niitä oli täysin mahdotonta erottaa muusta liikevaihdosta. Näin ollen annoin niille vain todella karkean vähimmäisarvion, jonka muodostin käyttämällä liikevaihdon kehitystä, yhtiön julkista seuranta sekä liikevaihtosynergioiden teoriaa tukena.

Yhdistymisellä saavutetut synergia olivat linjassa teorian kanssa. Ainakin kulusynergioita vaikutti syntyneen teoreettisessa viitekehyksessä käsiteltyjen tekijöiden, kuten mittakaavaetujen ja päällekkäisten kulujen karsimisen seurauksena. Myös saavutetut alhaisemmat pääomakustannukset olivat linjassa rahoitussynergioiden teorian kanssa. Liikevaihtosynergioiden lähteitä, kuten ristiinmyyntiä oli julkisen raportoinnin perusteella mahdotonta arvioida. Yhtiön toteuttaman seurannan perusteella kulusynergioiden realisointi oli teorian mukaisesti liikevaihtosynergioita nopeampaa.

Tutkimus on validiteetiltaan ja reliabiliteetiltaan hyvä. Tutkimuksessa käytetty aineisto on kirjanpitolakien ja -säädösten mukaista ja pääosin myös tilintarkastettua. Näin ollen sitä voidaan pitää

luotettavana. Aineisto on hyvin sovellettavissa tutkimusongelmaan ja alakysymyksiin. Käytetyt mittausmenetelmät mittasivat juuri niitä asioita, joita aineistosta haluttiin tarkastella. Ne olivat johdonmukaisia ja linkittyivät tutkimuksen tavoitteisiin. Tutkimus on samoilla mittausmenetelmillä ja samalla tavoin hankitulla aineistolla toistettavissa. Tutkimuksen empiirinen osa on kuvattu toistettavuuden kannalta tarpeeksi tarkasti.

Viime aikoina olen havainnut keskustelua yksityissijoittajien oikeuksista sosiaalisen median keskusteluissa. Mieleeni jäi erityisesti keskustelu siitä, miten perinteisesti vain institutionaalisille sijoittajille saatavilla olevat analytikkopuhelut tulisi muuttaa julkisiksi. Yksityissijoittajien oikeuksiin liittyen esitän jatkotutkimusehdotuksena vertailua usean yhtiön välillä siitä, miten yhtiöt raportoivat synergioista ja miten niitä on mahdollista seurata yhtiöiden julkisesta raportoinnista. Ainakaan tässä tapauksessa liikevaihtosynergioita ei voinut kunnolla seurata, joten olisi mielenkiintoista tutkia, onko tämä toistuva ilmiö muiden yhtiöiden kohdalla.

5.3 Oman prosessin arviointi

Olen yksityissijoittaja, jonka vuoksi koin tutkimuksen aiheen sekä tarkasteltavan tapauksen erittäin mielenkiintoisina. Opinnäytetyöprosessi sujui mielestäni hyvin, mutta siinä oli myös paljon parantamisen varaa. Jos aloittaisin nyt uudestaan, tekisin useita asioita eri tavoin. Käytin teoreettiseen viitekehukseen ja kolmanteen päälukuun suuren määrän aikaa ja voimavaroja, ja päädyin kirjoittamaan niistä aluksi turhan tarkasti. Tämän vuoksi kiinnostus siirtyä neljänteen päälukuun lopahti hetkellisesti. Päädyin karsimaan teoriaa ja taustaa melko paljon liiallisen tarkkuuden kannalta. Päädyin myös yksinkertaistamaan niitä lukijan kannalta kevyemmiksi.

Vaikeinta työssä oli ehdottomasti hahmottaa jokaiselle luvulle looginen rakenne ja se mikä on lopputuloksen kannalta tarpeellista tuoda tekstissä ilmi. Jos tekisin työn uudestaan, tekisin teoreettisesta viitekehuksesta ja tapauksen taustasta aluksi kevyemmän version, johon palaisin empiirisen osan jälkeen lisäämään olennaiset tiedot. Näin välttyisi kirjoittamasta lopputuloksen kannalta turhan tarkkaa tietoa.

Tekemäni rajaukset olivat mielestäni selkeät ja hyvät. Vaikka kirjoitinkin teoriasta ja tapauksen taustoista liian tarkasti, rajaukseni estivät työn ajautumista sivuraiteille. Kaikki ylimääräinen työ oli lopulta itselleni hyödyksi, sillä se oli tehty rajausten mukaisesti. Liian yksityiskohtaisesti kirjoittaminen ei ollut niinkään rajausten vika, vaan ongelmana oli hahmottaa, miten luvut kannattaa toteuttaa ja, mikä työssä kannattaa tuoda ilmi tulosten ja lukijan ymmärryksen kannalta.

Julkisen raportoinnin rajoitusten vuoksi jouduin myös pohtimaan erittäin paljon, mitä ja miten mitata tutkimuksen tavoitteiden kannalta. Data oli hyvin rajallista ja loi mittaushaasteita useita rajoitteita. Olen erittäin tyytyväinen siihen, miten keksin suorittaa mittaukset rajallisesta tiedosta.

Olen tyytyväinen siihen, että edistin työtä tehokkaasti lähes päivittäin ja hallitsin mielestäni aikaa pääosin hyvin. Teoreettiseen viitekehykseen ja tapauksen taustaan alun perin käyttämäni panostukset olisi kannattanut kohdistaa työn empiiriseen osaan, jolloin olisin saanut työn nopeammin valmiiksi. Toisaalta kattavan teoreettisen viitekehyksen kasaaminen ja aiheen tutkiminen avasivat käsitystäni aiheesta ja tarkasteltavan tapauksen taustan tutkiminen helpotti työn muita vaiheita.

Opinnäytetyön tekeminen töiden ohella oli välillä raskasta. Toisaalta päivätöiden ansiosta rytmi opinnäytetyön tekemiseen pysyi hyvänä. Opinnäytetyöhön rajallisesti käytössä oleva aika loi paineen edistää työtä ja olen tyytyväinen projektinhallintaani.

Kehityin opinnäytetyöprosessin aikana tiedonhankinnassa, kirjoittamisessa sekä tieteellisessä ajattelussa. Kyseenalaistin jatkuvasti itseäni sekä etsimääni tietoa, jonka ansiosta vältin usean virheen päättymisen opinnäytetyöni lopulliseen versioon. Kehityin opinnäytetyöprosessin aikana huomattavasti taloudellisen datan analysoinnissa. Tein opinnäytetyötä varten useiden Excel-sivujen verran erilaisia sovelluksia yhtiöiden raportoinnista. Kehityin myös olennaisen tiedon etsimisessä tilinpäätöksistä, osavuosikatsauksista ja muusta julkisesta raportoinnista. Kriittinen suhtautuminen raportointiin auttoi myös huomaamaan, että raportoinnissa esiintyi välillä virheitä, joita jouduin itse tarkistamaan muualta ja oikaisemaan. Tutkimuksen vaatima taloudellisen raportoinnin kriittinen tarkastelu kehitti minua myös sijoittajana suhtautumaan kriittisemmin yhtiöiden raportointiin ja keskittymään seikkoihin, jotka jätetään syystä tai toisesta raportoimatta. Pääsin opinnäytetyössä hyödyntämään laajalti opintojeni aikana kerryttämää tietotaitoa laskentatoimesta ja rahoituksesta sekä tutkimuksessa käyttämäni ohjelmista.

Lähteet

Akbulut, M. E. & Matsusaka, J. G. 2010. 50+ Years of Diversification Announcements. *The Financial Review*, 45. Buffalo, N.Y. s. 231–262.

BCG 2023. Post-Merger Integration. M&A, Transactions, and PMI. Verkkosivu. Luettavissa: <https://www.bcg.com/capabilities/mergers-acquisitions-transactions-pmi/post-merger-integration>. Luettu 24.9.2023.

Boyte-White, C. 2023. Gearing Ratios: What Is a Good Ratio, and How to Calculate It. Artikkel. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/ask/answers/121814/what-good-gearing-ratio.asp#toc-the-most-common-net-gearing-ratio>. Luettu: 1.11.2023.

Bowles, S., Carlin, W. & Stevens, M. 2017. Yritys ja sen asiakkaat. Luku 7 teoksessa *Talous. CORE-työryhmä*. E-Kirja. Luettu: 14.9.2023.

Chartier, J., Liu, A., Raberger, N. & Silva, R. 2018. Seven rules to crack the code on revenue synergies in M&A. McKinsey & Company. Artikkel. Luettavissa: <https://www.mckinsey.com/capabilities/growth-marketing-and-sales/our-insights/seven-rules-to-crack-the-code-on-revenue-synergies-in-ma>. Luettu: 16.9.2023.

Chen, J. 2023. Investment Grade Credit Rating Details: What Does It Mean? Artikkel. Investopedia. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/i/investmentgrade.asp>. Luettu: 26.10.2023.

Corporate Finance Institute 2023. Financial Synergy: The increased value achieved when two firms combine. Verkkosivu. Luettavissa: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/financial-synergy/> Luettu: 17.9.2023.

Corporate Knights 2019. 2019 Global 100 results. Verkkosivu. Luettavissa: <https://www.corporateknights.com/rankings/global-100-rankings/2019-global-100-rankings/2019-global-100-results/>. Luettu 4.10.2023.

Deloitte 2023. Due diligence for cost synergy capture. M&A Strategy series. Luettavissa: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-m-a-strategy-2.pdf>. Luettu 20.9.2023.

DePamphilis, D. M. 2022. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. 11. painos. Academic Press Inc. San Diego, CA.

Eriksson, P. & Koistinen, K. 2014. Monenlainen tapaustutkimus. Kuluttajatutkimuskeskus. Helsinki. E-kirja. Luettu 10.9.2023.

European Central Bank 2023. Euribor 1-year - Historical close, average of observations through period. Tietokanta. Luettavissa: <https://data.ecb.europa.eu/data/data-sets/FM/FM.M.U2.EUR.RT.MM.EURIBOR1YD .HSTA>. Luettu: 23.10.2023.

Fernando, J. 2023. Compound Annual Growth Rate (CAGR) Formula and Calculation. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>. Luettu: 12.11.2023.

FRED 2023. Moody's Seasoned Aaa Corporate Bond Yield. Tietokanta. Luettavissa: <https://fred.stlouisfed.org/series/AAA>. Luettu 23.10.2023.

Friedman, D. Reinaud, A., Barrett, C. Dawson, N. 2017. Six Essentials for Achieving Postmerger Synergies. Artikkel. Luettavissa: https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Six-Essentials-Achieving-Postmerger-Synergies-Mar-2017_tcm9-148629.pdf. Luettu: 18.9.2023.

Hakola, T. Yritysten veromuutokset 2007. Tilisanomat. Luettavissa: <https://tilisanomat.fi/yleiset/yritysten-veromuutokset-2007>. Luettu 13.9.2023.

Immonen, R. 2022. Yritysjärjestelyt. 8., uudistettu painos. Alma Talent. Helsinki. E-Kirja. Luettu: 12.9.2023.

Inderes 2019. Metso - Outotec - Lehdistötilaisuus 4.7.2019 klo 11.30. Verkkovideo. Katsottavissa: <https://www.inderes.fi/fi/videot/metso-outotec-lehdistotilaisuus-472019-klo-1130> Katsottu: 6.9.2023.

Jyväskylän yliopisto 2015. Tapaustutkimus. Verkkosivu. Luettavissa: <https://koppa.jyu.fi/avoimet/hum/menetelmapolkuja/menetelmapolku/tutkimusstrategiat/tapaustutkimus>. Luettu 10.9.2023.

Kallunki, J. & Niemelä, J. E. 2012. Osakkeen arvonmääritys: Onnistunut sijoituspäätös. Talentum. Helsinki.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K., Wilkman, N. & Niemelä, J. 2013. Yrityskauppa. 2. painos. Sanoma Pro Oy. Helsinki.

Koller, T., Goedhart, M. H. & Wessels, D. 2020. Valuation: Measuring and managing the value of companies. 7. painos. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.

Laki arvopaperimarkkinoista 14.12.2012/746.

Laki elinkeinotulon verottamisesta 29.12.2006/1424.

Laki tuloverotuksesta 29.12.1995/1734.

Lee, K. H., Mauer, D. C. & Xu, E. Q. 2018. Human capital relatedness and mergers and acquisitions. *Journal of financial economics* 129, s. 111–135.

Mareels, S., Moore, A. & Vainberg, G. 8.7.2020. Through-cycle investment in mining. McKinsey & Company. Artikkele. Luettavissa: <https://www.mckinsey.com/industries/metals-and-mining/our-insights/through-cycle-investment-in-mining>. Luettu 26.9.2023.

Metso 2018. Liiketoimintakatsaus 2018. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2018/metso_liiketoimintakatsaus_2018.pdf. Luettu: 26.9.2023.

Metso 2019a. Liiketoimintakatsaus 2019. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2019/liiketoimintakatsaus_2019.pdf. Luettu 25.9.2023.

Metso 2019b. Taloudellinen katsaus 2019. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2019/metso_taloudellinen-katsaus2019.pdf. Luettu 25.9.2023.

Metso Outotec 2020a. Puolivuosisikatsaus 2020. Puolivuosisikatsaus. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2020/metso-outotec-puolivuosisikatsaus-2020.pdf>. Luettu: 2.9.2023.

Metso Outotec 2020b. Metso Oyj:n osittaisjakautuminen on rekisteröity – Metso Oyj ja Outotec Oyj ovat toteuttaneet Metson Minerals-liiketoiminnan ja Outotecin yhdistymisen. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2020/6/metso-oyjn-osittaisjakautuminen-on-rekisteroity--metso-oyj-ja-outotec-oyj-ovat-toteuttaneet-metson-minerals-liiketoiminnan-ja-outotecin-yhdistymisen/>. Luettu 3.10.2023.

Metso Outotec 2020c. Metso Outotec aloittaa toimintansa – kivenmurskauksen, mineraalienkäsittelyn, metallinjalostuksen ja kierrätysteollisuuden muutoksen edelläkävijä. Lehdistötiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2020/7/metso-outotec-aloittaa-toimintansa--kivenmurskauksen-mineraalienkasittelyn-metallinjalostuksen-ja-kierratysteollisuuden-muutoksen-edellavija/>. Luettu 3.10.2023.

Metso Outotec 2020d. Metso Outotec taloudellinen katsaus 2020. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2021/metsooutotec_taloudellinen_katsaus_2020.pdf. Luettu: 8.10.2023.

Metso Outotec 2020e. Metso Outotecin tilinpäätöstiedote 2020. Tilinpäätös. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2020/metso-outotecin-tilinpaatostiedote-2020-.pdf>. Luettu: 15.10.2023.

Metso Outotec 2020f. Metso Outotec osavuositarkastus Q3. Osavuositarkastus. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2020/metso-outotec-osavuositarkastus-q320.pdf>. Luettu 15.10.2023.

Metso Outotec 2021a. Metso Outotecin puolivuositarkastus H1 2021. Puolivuositarkastus. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2021/metso-outotecin-puolivuositarkastus-h1-2021.pdf>. Luettu 8.10.2023.

Metso Outotec 2021b. Metso Outotecin osavuositarkastus Q3 2021. Osavuositarkastus. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2021/metso-outotecin-osavuositarkastus-q3-2021.pdf>. Luettu: 8.10.2023.

Metso Outotec 2021c. Metso Outotecin taloudellinen katsaus 2021. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2021/metsooutotec_taloudellinen_katsaus_2021.pdf. Luettu 8.10.2023.

Metso Outotec 2021d. Metso Outotecin osavuositarkastus Q1 2021. Osavuositarkastus. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2021/metso-outotecin-osavuositarkastus-q12021-23042021.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2021e. Metso Outotecin tilinpäätöstiedote 2021. Tilinpäätös. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2021/metso-outotecin-tilinpaatostiedote-2021-.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2022a. Metso Outotec liiketoimintatarkastus 2022. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2023/metsooutotec_liiketoimintatarkastus_2022.pdf. Luettu 7.10.2023.

Metso Outotec 2022b. Metso Outotec taloudellinen katsaus 2022. Vuosikertomus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2023/metsooutotec_taloudellinen_katsaus_2022.pdf. Luettu 7.10.2023.

Metso Outotec 2022c. Metso Outotecin osavuositarkastus Q1 2022. Osavuositarkastus. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2022/metso-outotecin-osavuositarkastus-q1-2022_21.4.2022.pdf. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2022d. Metso Outotecin puolivuositiedote H1 2022. Puolivuositiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2022/metso-outotecin-puolivuositiedote-h1-2022-20220722.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2022e. Metso Outotecin osavuositiedote Q3. Osavuositiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2022/metso-outotecin-osavuositiedote-q32022.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2022f. Metso Outotecin tilinpäätöstiedote. Tilinpäätös. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2022/metso-outotecin-tilinpaatostiedote-2022.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2023a. Metso Outotecin nimi muuttuu Metsoksi. Lehdistötiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2023/5/metso-outotecin-nimi-muuttuu-metsoksi/>. Luettu 4.10.2023.

Metso Outotec 2023b. Metso Outotecin osavuositiedote Q1 2023. Osavuositiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2023/metso-outotecin-osavuositiedote-q1-2023-03052023.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2023c. Metson puolivuositiedote H1 2023. Puolivuositiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2023/metson-puolivuositiedote-h1-2023.pdf>. Luettu 19.10.2023.

Metso Outotec 2023d. S&P Global nosti Metso Outotecin luottoluokituksen tasolle BBB vakain näkymin. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2023/4/sp-nosti-metso-outotecin-luottoluokituksen-tasolle-bbb-vakain-nakymin/>. Luettu 26.10.2023.

Metso Outotec 2023e. Päätöskurssit. Tietokanta. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/sijoittajat/osakkeet/historia/>. Luettu: 31.10.2023.

Outokumpu 2006. Vuosikertomus 2006. Vuosikertomus. Luettavissa: <https://web.lib.aalto.fi/fi/old/yrityspalvelin/pdf/2006/Foutokumpu2006.pdf>. Luettu 27.9.2023.

Outotec 2007. Outokumpu Technology on nyt Outotec. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2007/4/outokumpu-technology-on-nyt-outotec/>. Luettu 27.9.2023.

Outotec 2019a. Q1-Q4 Tilinpäätöstiedote Tammi-Joulukuu 2019. Tilinpäätöstiedote. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2019/ote_2019_tilinpaaostiedote.pdf. Luettu 27.9.2023.

Outotec 2019b. Outotec ja Metso Minerals yhdistyvät - Metso Flow Controlista tulee itsenäinen yhtiö. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2019/7/outotec-ja-metso-minerals-yhdistyvat---metso-flow-controlista-tulee-itsenainen-yhtio/>. Luettu 11.9.2023.

Outotec 2019c. Tilinpäätös 2019. Tilinpäätös. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2019/ote_2019_tilinpaaos.pdf. Luettu: 27.9.2023.

Outotec 2019d. Outotecin ylimääräinen yhtiökokous on hyväksynyt Outotecin ja Metson liiketoimintojen yhdistämisen Metson osittaisjakautumisella. Pörssitiedote. Luettavissa: https://www.metso.com/globalassets/investors/reports/2019/ote_2019_yyk_paatokset.pdf. Luettu 2.10.2023.

Outotec 2020. Outotec Oyj ja Metso Oyj ovat saaneet kaikki lakisääteiset hyväksynnät Outotecin ja Metso Mineralsin yhdistymiselle – täytäntöönpanon odotetaan tapahtuvan 30.6.2020. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.metso.com/fi/yritys/media/uutiset/2020/6/outotec-oyj-ja-metso-oyj-ovat-saaneet-kaikki-lakisaateiset-hyvaksynnat-outotecin-ja-metso-mineralsin-yhdistymiselle--taylorpanon-odotetaan-tapahtuvan-30.6.2020/>. Luettu 2.10.2023.

Piekkari, R. & Welch, C. 2020. Oodi yksittäistapaustutkimukselle ja vertailun monenlaiset mahdollisuudet. Teoksessa Juuti, P. & Puusa, A. (toim.) Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät. Gaudeamus. Helsinki. E-Kirja. Luettu 10.9.2023.

PricewaterhouseCoopers 2023. Transact to Transform. PwC's 2023 M&A Integration Survey. Luettavissa: <https://www.pwc.com/us/en/industries/assets/pwc-2023-ma-integration-survey.pdf>. Luettu 18.9.2023.

Sandvik 2022. Annual Report 2022. Tilinpäätös. Luettavissa: <https://www.annualreport.sandvik/en/2022/>. Luettu: 2.11.2023.

Sirower, M. & Weirens, J. 2022 The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game. Harvard Business Review Press. Boston, Massachusetts. E-Kirja. Luettu. 17.9.2023.

Tuovila, A. 2023. Cost of Revenue: What It Is, How It's Calculated, Example. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/c/cost-of-revenue.asp>. Luettu: 20.10.2023.

Valmet 2013. Metso Oyj:n jakautuminen rekisteröity kaupparekisteriin. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.valmet.com/fi/media/uutiset/porssitiedotteet/2013/metso-oyjn-jakautuminen-rekisteroity-kaupparekisteriin/>. Luettu: 27.9.2023.

Valmet 2019. Ylimääräinen yhtiökokous hyväksyi Metson osittaisjakautumisen ja yhdistymisen Outotecin kanssa. Pörssitiedote. Luettavissa: <https://www.valmet.com/fi/media/uutiset/nelis-news-archive/ylimaarainen-yhtiokokous-hyvaksyi-metson-osittaisjakautumisen-ja-yhdistymisen-outotecin-kanssa/>. Luettu 2.10.2023.

VH/3512/00.01.00/2023. Yritysjärjestelyt ja verotus –jakautuminen. Verohallinnon syventävät verohjeet.

Wei, J. 2021. Advantages of Maintaining Low Working Capital. Artikkel. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/articles/investing/103015/advantages-maintaining-low-working-capital.asp>. Luettu 12.11.2023.

Xiao, Z. & Xu, L. 2019. What do mean impacts miss? Distributional effects of corporate diversification. *Journal of Econometrics* 213, s. 92–120.

Zaheer, A., Castañer, X., & Souder, D. 2013. Synergy Sources, Target Autonomy, and Integration in Acquisitions. *Journal of Management*, 39, s. 604–632.