

# **Pienen osakeyhtiön arvonmääritys yrityskaupassa**

## **Tapaustutkimus: Yritys Oy**

Eero Kirves



<b>Tekijä</b> Eero Kirves	
<b>Koulutusohjelma</b> Liiketalouden koulutusohjelma	
<b>Opinnäytetyön otsikko</b> Pienen osakeyhtiön arvonmäärittäminen yrityskaupassa Tapaustutkimus: Yritys Oy	<b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 32 + 3
<b>Opinnäytetyön otsikko englanniksi</b> VALUE DETERMINATION OF A SMALL COMPANY	
<p>Tämä opinnäytetyö käsittelee pienen osakeyhtiön arvonmäärittäystä. Tarkoituksena on selvittää kohdeyrityksen arvo myyntiä varten. Työn teoriaosuus käsittelee arvonmäärittämisprosessia ja yleisimpiä arvonmäärittäsmalleja. Käsitellyn teorian pohjalta määritellään kohdeyrityksen arvo empiriaosuudessa. Tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivista tutkimusta. Laskentamallien ennusteet perustuvat kohdeyrityksen johdon arvioihin sekä tuoreimpiin tilinpäätöstietoihin.</p> <p>Tutkimuksessa myös käsitellään arvonmäärittäykseen liittyvät keskeiset asiat, kuten pääoman tuottovaatimuksen määrittely. Arvonmäärittäsmalleja käsiteltäessä pohditaan myös niiden sopivuutta kohdeyritykselle ja tuodaan esille lopputuloksiin vaikuttavat tekijät.</p> <p>Tutkimustulokset osoittavat, että arvonmäärittäksen sijasta on parempi puhua arvoennustuksesta, sillä tulevaisuuden odotukset vaikuttavat merkittävästi arvonmäärittäsmalleista saataviin lopputuloksiin. Yrityksen arvoksi määriteltiin 119.500 – 126.000 euroa.</p>	
<b>Asiasanat</b> Arvonmäärittäminen, pääoman tuottovaatimus	

## Sisällys

1	Johdanto ja tutkimusongelma .....	1
2	Yrityksen arvonmääritys .....	3
2.1	Arvonmääritysprosessi .....	3
2.2	Strateginen analyysi .....	4
2.3	Tilinpäätösanalyysi .....	5
2.3.1	Kannattavuus .....	5
2.3.2	Maksuvalmius .....	6
2.3.3	Vakavaraisuus .....	8
2.3.4	Tulevan kehityksen ennakointi .....	10
2.4	Pääoman tuottovaatimus .....	10
2.5	Koko pääoman tuottovaatimus .....	12
2.6	Arvonmääritysmenetelmät .....	13
2.6.1	Tuottoarvo .....	13
2.6.2	Substanssiarvo .....	14
2.6.3	Osinkoperusteinen malli .....	14
2.6.4	Lisäarvomalli .....	16
2.6.5	Vapaan kassavirran malli .....	17
3	Kohdeyrityksen arvonmääritys .....	19
3.1	Yritysesittely .....	19
3.2	Strateginen analyysi .....	20
3.3	Tilinpäätösanalyysi .....	20
3.3.1	Kannattavuus .....	20
3.3.2	Vakavaraisuus .....	21
3.3.3	Maksuvalmius .....	21
3.4	Kohdeyrityksen arvonmääritys .....	22
3.4.1	Oman pääoman tuottovaatimus .....	22
3.4.2	Koko pääoman tuottovaatimus .....	24
3.4.3	Tilinpäätösoikaisut .....	25
3.4.4	Tuottoarvo .....	25
3.4.5	Substanssiarvo .....	25
3.4.6	Osinkoperusteinen malli .....	25
3.4.7	Vapaan kassavirran malli .....	26
3.4.8	Lisäarvomalli .....	27
4	Yhteenveto .....	29
4.1	Tutkimustulokset .....	29
	Lähteet .....	31
	Liitteet .....	33
	Liite 1. Tuloslaskelma 2013-2015 .....	33

Liite 2. Tase 2013-2015 .....	34
Liite 3. Haastattelupohja .....	35

# 1 Johdanto ja tutkimusongelma

Yrityksen arvonmääritys on ajankohtainen aihe, sillä suomalaisten yrittäjien ikääntymisestä johtuen sukupolvenvaihdosten ja yrityskauppojen määrä on kasvanut merkittävästi. Omistajanvaihdoksia odotetaan tapahtuvan myös lähitulevaisuudessa paljon. (Lauriala ym. 2011, 19) Arvioiden mukaan esimerkiksi perheyrityksistä noin kolmannes suorittaa sukupolvenvaihdoksen seuraavan viiden vuoden kuluessa. (Elinkeinoelämän keskusliitto. 2012) Yrityksen arvonmääritys on yksi keskeisimmistä osista osakeyhtiön omistajanvaihdoksessa.

Arvonmäärityksen avuksi on olemassa lukuisia malleja, joiden avulla saadaan tilinpäätöstietojen ja ennusteiden perusteella laskettua suuntaa antavia tuloksia osakekannan arvoksi. Nämä mallit sellaisenaan ovat kuitenkin melko hyödyttömiä, sillä jokaisella yrityksellä on lukuisia erilaisia ominaisuuksia. Luotettavaa arvonmääritystä ei voidakaan tehdä pelkien tilinpäätöstietojen avulla, vaan yritykseen on perehdyttävä perusteellisesti.

Yrityksen arvonmäärityksestä on tehty lukuisia tutkimustöitä 2000-luvulla. Esimerkkinä Pk-yrityksen arvonmääritys yrityskauppatilanteessa (Samuli Laakso 2008, Jyväskylä) ja Pk-yrityksen arvonmääritys arvonmääritysmalleilla (Lauri Tapani 2012, Lappeenranta).

Useiden yrityksen arvonmääritystä koskevien kirjojen taustalla on ollut Juha-Pekka Kallunki, joiden tuoreimpiin teoksiin tämän tutkimuksen teoriaosuus perustuu. Tietoja on kerätty myös laajalti Yrityskaupat – kokoelmateoksesta (2011).

Opinnäytetyön tavoitteena on saada vastaus seuraaviin tutkimusongelmiin:

- Mitkä arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienen osakeyhtiön arvon määrittelyyn?
- Mikä on kohdeyrityksen osakekannan arvo?

Tämän opinnäytetyön aiheena on pienen osakeyhtiön arvonmääritys yrityksen koko osakekannan myyntiä varten. Työ tehdään toimeksiantona pk-yritykselle. Tavoitteena on määritellä osakeyhtiön euromääräinen arvo mahdollisimman tarkasti ja perustellusti.

Tutkimus tehdään tunnettujen arvonmääritysmallien, alan tulevaisuuden näkymien sekä yrityksen sisäisten tietojen ja ennusteiden avulla. Työn teoriaosuuden pääpaino sijoittuu arvonmääritysmallien käsittelyyn, mutta työssä käsitellään myös muut välttämättömät analyysin osat. Opinnäytetyö rajataan koskemaan kooltaan pientä, suomalaista osakeyhtiötä.

Muita yhtiömuotoja ei työssä käsitellä. Tutkimusstrategiana on perehtyä arvonmäärittelyn teoriaan ja laskea yritykselle arvoja yleisimpien arvonmäärittelymallien avulla. Arvonmäärittelymallista pyritään perustelemaan kohdeyritykselle sopivin tulos ja tutkimaan kaavojen tekijät, joilla on suurin vaikutus lopputulokseen.

## 2 Yrityksen arvonmääritys

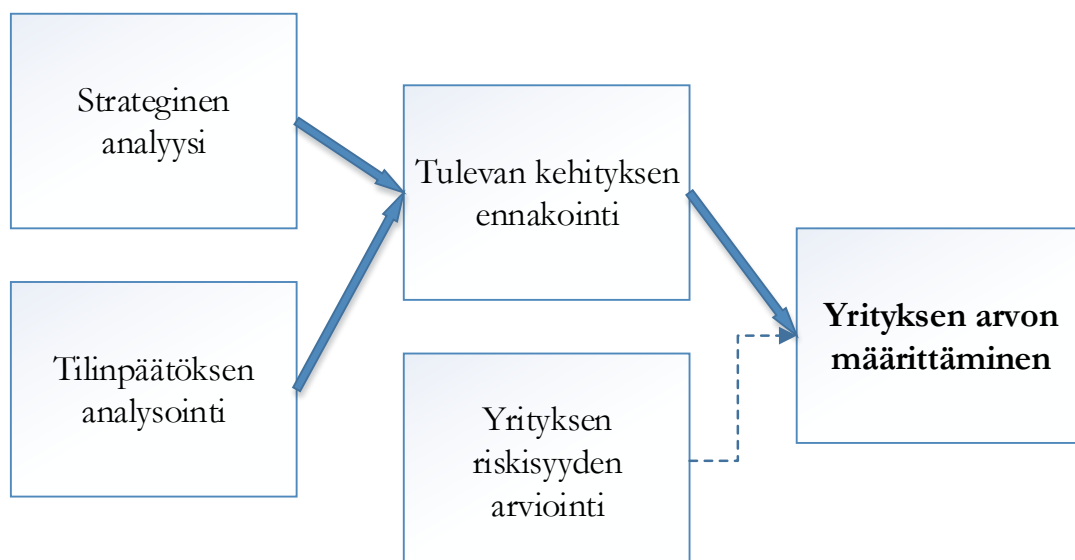
Yksi keskeisimmistä taloudellisten analyysien kohteista on yrityksen arvonmääritys. Luotettavasti toteutettuun arvonmääritykseen pohjautuu useat yrityksen johdon ja omistuksen päätökset. Yrityskauppa on usein kaupan osapuolten elämän suurimpia rahallisia päätöksiä, minkä vuoksi osapuolet tarvitsevat riittävän syvällisen ja monipuolisen analyysin arvonmäärityksestä päätöksenteon tueksi. Arvonmäärityksen keskeisin tehtävä on muodostaa peruste maksettavalle kauppahinnalle yrityskaupassa. (Niemelä ym. 2011, 71.)

### 2.1 Arvonmääritysprosessi

Yrityksen arvoon vaikuttavia tekijöitä on lukuisia. Luotettavan yritysanalyysin tekemiseksi tarvitaan riittävän hyvä käsitys toimialasta ja yrityksen asemasta markkinoilla. Tätä kutsutaan strategiseksi analyysiksi. Myös historiallisen kehityksen ja nykyisen tilanteen analysointi viimeisten vuosien tilinpäätöstietojen avulla on keskeistä. Yrityksen arvo on kuitenkin hyvin riippuvainen tulevasta kehityksestä, joten sen ennakointi on myös välttämätöntä. Näistä kolmesta tekijästä muodostuu yrityksen arvonmäärityksen keskeisimmät osa-alueet.

1. strateginen analyysi
2. tilinpäätöksen analysointi
3. tulevan kehityksen ennakointi

(Kallunki & Niemelä 2007, 25-26)



Kuvio 1. Yrityksen arvon määrittämisen keskeisimmät osa-alueet. (Kallunki & Niemelä 2007, 26.)

## 2.2 Strateginen analyysi

Strategisella analyysillä tarkoitetaan liiketoiminnan ja sen taloudelliseen menestykseen vaikuttavien tekijöiden kartoittamista. Näitä tekijöitä ovat mm. markkinoiden koko ja kasvu, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohton tekemät valinnat. Analyysin avulla saadaan tietoon yrityksen voittoja ja kassavirtoja ohjaavat tekijät. Myös keskeiset riskitekijät otetaan huomioon. Strateginen analyysi jakautuu yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin, jotka suoritetaan ennen yksikohtaisiin numerotietoihin perustuvaa analyysia. (Kallunki & Niemelä 2007, 26-27.)

Kallungin ja Niemelän mukaan sisäisellä analyysillä pyritään selvittämään yrityksen tuotteisiin, henkilöstöön ja osaamiseen liittyvät tekijät, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestykseen ja täten yrityksen arvoon. Sisäisen analyysin kohteina ovat muun muassa

- liikeidea
- tuotteiden kilpailukyky
- tuotteiden elinkaari ja patentit
- hinnoittelupolitiikka
- myynti- ja markkinointistrategia
- henkilöstö
- investointimahdollisuudet
- rahoituksellinen tilanne

Liikeidean analysoinnin tarkoitus on arvioida, onko liiketoiminta toimiva ja onko liikeidealla edes mahdollista harjoittaa kannattavaa liiketoimintaa. Liikeidean analysointi on kuitenkin yleisempää vastaperustettujen yritysten arvonmäärittämisessä.

Ulkoinen analyysi tarkastelee yrityksen ulkopuolisia tekijöitä ja niiden vaikutusta yrityksen taloudelliseen menestykseen ja arvoon. Ulkoisen analyysin kohteina ovat ulkopuoliset tekijät, joihin yrityksen tulee sopeutua ilman suoraa vaikuttamismahdollisuutta. Ulkoisen analyysin kohteina on muun muassa

- maailman- ja kansantalous
- toimiala
- kilpailijat

Maailmantaloudellinen analyysi sisältää arvioita muun muassa keskeisten maailmantaloudellisten indikaattorien kehityksestä. Näitä ovat esimerkiksi maailmantalouden ennusteet korkotason ja kysynnän muutoksista. Euroalueen eri maiden kansantalouksien analysoinnin tarve on selvästi vähentynyt rahataloudellisen yhteistyön myötä, mutta ei poista analysointitarvetta kuitenkaan kokonaan.



Toimiala-analyysillä arvioidaan toimialan sisäistä kilpailutilannetta ja toimialan kilpailukykyä muihin toimialoihin verrattuna. Toimialojen vertailussa huomioidaan muun muassa toimialojen reaktioherkkyyttä kansantaloudellisiin muutoksiin. Toimialan sisäisen kilpailun kiristyminen pakottaa tuotteiden myyntiä pienemmillä katteilla ja ääritapauksissa johtaa tuotteiden polkumyyntiin ja toimialan sisäisiin uudelleenjärjestelyihin. (Kallunki & Niemelä 2007, 26-27.), (Kallunki & Niemelä 2004, 25-29)

## **2.3 Tilinpäätösanalyysi**

Yrityksen tilinpäätöstietojen analysoinnilla pyritään arvioimaan yrityksen kannattavuutta, sekä rahoitus- ja varallisuusasemaa. Oikaistu tilinpäätös on analysoinnin kannalta oleellinen, koska tilinpäätöksen sisältöön voidaan vaikuttaa harkinnanvaraisilla kirjauksilla. Jotta tilinpäätökset olisivat vertailukelpoisia, tulee ne oikaista vastaamaan yritysten todellista taloudellista tilaa. Oikaisun tarve on usein suurempi listaamattomilla yrityksillä. (Kallunki & Kytönen 2007, 43-44.)

Tuloslaskelman ja taseen oikaisuissa on keskeistä, että eri vuosista ja yrityksistä tehdään vertailukelpoisia samoilla oikaisutoimenpiteillä. Oikaisutoimenpiteitä tehtäessä on hyvä tietää yrityksen tulossuunnittelun tavoitteet. Yritysten tulossuunnittelun keskeisin tavoite on usein verotettavan tulon minimointi. Muita tulossuunnittelun tavoitteita ovat esimerkiksi tasaisen voiton näyttäminen pitkällä aikavälillä tai riittävän voiton esittäminen osingonjaon kannalta. (Kallunki & Kytönen 2007, 43-44.)

### **2.3.1 Kannattavuus**

Tilikauden kannattavuudella tarkoitetaan tilikaudelle kohdistuneiden tulojen ja menojen välistä erotusta. Tuloslaskelman käsitteet liikevoitto ja tilikauden voitto kuvaavat kannattavuutta. On kuitenkin huomioitava, että yksittäiseltä tilikaudelta laskettu kannattavuus voi poiketa pitkän aikavälin kannattavuudesta huomattavasti. Tämän vuoksi tulisi arvioida, onko tarkasteltavan tilikauden tulos ollut poikkeuksellinen. Yrityksen liiketoimintaympäristöllä ja sen muutoksilla on huomattava vaikutus kannattavuuteen. Vastaavasti yrityksen sisällä tapahtuneet muutokset, kuten yritysostot tai tuotannon uudelleenjärjestelyt, voivat vaikuttaa tilikauden kannattavuuteen. (Kallunki, Lantto, Sahlström 2008, 125.)

Tunnuslukuanalyysissä yrityksen kannattavuutta mitataan suhteuttamalla voittoeria liikevaihtoon. Tarkoituksena on tehdä erikokoiset yrityksen vertailukelpoisiksi ja toisaalta tarkastella katteen määrää tiettyjen kuluerien jälkeen. Yleisin kannattavuutta kuvaavista tunnusluvuista on liikevoittoprosentti. Liikevoittoprosentti saadaan jakamalla liikevoitto liike-

toiminnan tuotoilla, johon on sisällytetty liiketoiminnan muut tuotot. (Kallunki ym. 2008, 126)

$$\text{Liikevoitto} - \% = \frac{\text{Liikevoitto} * 100}{\text{Liikevaihto} + \text{liiketoiminnan muut tuotot}}$$

Kaava 1. Liikevoitto-% (Kallunki ym. 2008, 127.)

Tarkasteltaessa pääoman tuottoa tulee analysoida, kuinka tehokkaasti yritys on käyttänyt pääomaa. Pääoman tuottoa kuvaavat tunnusluvut muodostetaan jakamalla jokin voittokäsite kyseisen voiton hankkimiseen käytetyllä pääomaerällä. Yksi yleisimmistä pääoman tuottoa kuvaavista tunnusluvuista on oman pääoman tuottoprosentti. (Kallunki ym. 2008, 126)

$$\text{Oman pääoman tuotto} - \% = \frac{100 * \text{nettotulos (12kk)}}{\text{Oma pääoma keskimäärin}}$$

Kaava 2. Oman pääoman tuotto-% (Kallunki ym. 2008, 137)

### 2.3.2 Maksuvalmius

Maksuvalmius eli likviditeetti kertoo yrityksen kyvystä selviytyä juoksevista maksuvelvoitteista niiden erääntyessä. Toisin sanoen likviditeetti kuvaa yrityksen rahoituksen riittävyyttä lyhyellä aikavälillä. Hyvän likviditeetin omaava yritys suoriutuu juoksevista menoista reserveillään. Näin ollen yritys välttyy kuluilta viivästyskorkojen tai lyhytaikaisen rahoituksen muodossa. Yritys voi olla myös ylikvidi, jolla tarkoitetaan yrityksen hallussa olevan ylimääräistä heikosti tuottavaa pääomaa. (Kallunki ym. 2008, 153-154.)

Yrityksen maksukykyä mitataan tyypillisesti suhteuttamalla yrityksen likvidit varat lyhytaikaisiin velkoihin. Quick ratio ja Current ratio ovat yleisiä maksukyvyn mittareita, jotka kuvaavat, kuinka suuren osuuden lyhytaikaisista maksuista yritys pystyisi maksamaan, jos sen toiminta lopetettaisiin. Quick ratio mittaa yrityksen maksuvalmiuden tiukimmin laske-malla likvidiksi varoiksi vain rahoitusomaisuuden. Nimittäjänä Quick ration laskukaavassa on lyhytaikaiset velat, vähennettynä saaduilla ennakoinnilla. (Kallunki ym. 2008, 154-157.)

Quick ration laskukaava:

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

Kaava 3. Quick ratio (Kallunki ym. 2008, 156)

Balance Consultingin viitteelliset ohjearvot Quick ratiolle:

>1,5 erinomainen

1 – 1,5 hyvä

0,5 – 1 tyydyttävä

0,3 – 0,5 välttävä

<0,3 heikko.

Kallungin ym. (2008, 159) mukaan Current ratio toimii samalla periaatteella kuin Quick ratio, mutta likvidiksi omaisuudeksi luetaan myös vaihto-omaisuus. Current ration oletuksena on siis, että vaihto-omaisuus on realisoitavissa lyhyellä aikavälillä sen tasearvoon.

Laskentakaava on seuraava:

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

Kaava 4. Current ratio (Kallunki ym. 2008, 159)

Balance Consultingin viitteelliset ohjearvot Current ratiolle:

>2,5 erinomainen

2 – 2,5 hyvä

1,5 – 2 tyydyttävä

1 – 1,5 välttävä

<1 heikko

Likviditeettimittarien ongelma on se, että ne mittaavat likviditeettiä vain tilinpäätöshetken mukaan. Kausivaihteluiden takia likviditeetti vaihtelee useilla aloilla tilikauden aikana huomattavasti. Myös yritysten tilinpäätöksen harkinnanvaraiset transaktiot voivat vaikuttaa tunnuslukujen arvoihin. Esimerkiksi vaihto-omaisuuden pienentäminen tilinpäätöksen läheisyydessä parantaa tunnuslukujen arvoa. (Kallunki ym. 2008, 154.)

Quick ja Current ration ohella maksukykyä mitataan yrityksen käyttämällä nettokäyttöpääomalla, joka muodostuu lyhytaikaisten varojen ja velkojen erotuksesta. Nettokäyttöpääoma kuvastaa yrityksen likviditeetin tarvetta.

Yrityksen nettokäyttöpääoma lasketaan yrityksen taseesta seuraavasti:

Nettokäyttöpääoma = Vaihto – omaisuus + Rahoitusomaisuus – Lyhytaik. vieras pääoma  
Kaava 5. Nettokäyttöpääoma (Kallunki ym. 2008, 155)

Laskemalla nettokäyttöpääoman suhde liikevaihdosta on tapa mitata yrityksen likviditeettiä. Nettokäyttöpääoma prosentti lasketaan seuraavalla kaavalla:

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

Kaava 6. Nettokäyttöpääoma-% (Kallunki ym. 2008, 155.)

Nettokäyttöpääomaprocentin avulla voidaan seurata, kuinka yrityksen nettokäyttöpääoma muuttuu liikevaihdon muuttuessa. Tehokkaasti toimivalla yrityksellä nettokäyttöpääomaprocentti ei nouse liikevaihdon noustessa. (Kallunki ym. 2008, 155.)

### **2.3.3 Vakavaraisuus**

Vakavaraisuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä suoriutua maksuvelvoitteistaan pitkällä aikavälillä. Vakavaraisuus toimii eräänlaisena puskurina kassavirtojen heiketessä. Vakavaraisuutta kuvaavat tunnusluvut mittaavat yleensä yrityksen oman ja vieraan pääoman suhdetta. Rahoitusrakenteen painottuessa liikaa vieraan pääoman varaan, kasvaa yrityksen riskit joutua taloudellisiin vaikeuksiin huonoina aikoina. Vakavaraisella yrityksellä rahoitusriski on pienempi. Toisaalta liian vakavarainen yritys ei hyödynnä velan vipuvaikutusta, jolloin yrityksen oman pääoman tuotto jää pienemmäksi kuin heikommalla vakavaraisuudella saataisiin. Käytännössä yritykset pyrkivät saavuttamaan optimiratkaisun liian heikon ja vahvan vakavaraisuuden väliltä, jolloin rahoitusriski ei nouse liian korkeaksi ja velan vipuvaikutus hyödynnetään. Vakavaraisuus vaihtelee toimialoittain, sillä riskisemmillä aloilla yritykset tasapainottavat kokonaisriskiä matalammalla rahoitusriskillä. Vastaavasti pienen liikeriskin omaavat yritykset tulevat toimeen pienemmällä vakavaraisuudella. (Kallunki ym. 2008, 142)

Yleisesti käytetty vakavaraisuuden mittari on omavaraisuusaste, joka mittaa oman pääoman suhdetta taseen loppusummaan.

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

Kaava 7. Omavaraisuusaste % (Kallunki ym. 2008, 147.)

Omavaraisuusaste ilmoitetaan usein prosentteina, mikä kertoo oman pääoman osuuden taseen rahoituksesta. Viitteelliset ohjearvot ovat:

Yli 50% erinomainen

35-50% hyvä

25-35% tyydyttävä

15-25% välttävä

alle 15% heikko

(Balance Consulting, 2014.)

Toinen huomioitava tunnusluku on nettovelkaantuminen. Tunnusluvussa osoittajana on yrityksen korollisen vieraan pääoman ja kassavarojen erotus. Tämä suhteutetaan oikaistuun omaan pääomaan. (Kallunki & Niemelä, 2007. 168)

$$\text{Nettovelkaantuminen} = \frac{\text{Nettovelat}}{\text{Oikaistu oma pääoma}}$$

Kaava 8. (Kallunki & Niemelä, 2007. 168)

Nettovelkaantumisasasteen viitteelliset ohjearvot ovat:

Alle 10% erinomainen

10-60% hyvä

60-120% tyydyttävä

120-200% välttävä

Yli 200% heikko

(Balance Consulting, 2014.)

### **2.3.4 Tulevan kehityksen ennakkointi**

Yrityksen tulevaisuuden kehitys ja odotettavat rahavirrat ovat arvonmääritysmalleissa keskeisessä asemassa, sillä taloudelliset odotukset vaikuttavat huomattavasti arvonmääritysmalleista saataviin tuloksiin. Arviot yrityksen tulevaisuudesta voivat perustua yrityksen omiin tai ulkopuolisen tekemiin arvioihin. Keskeistä tulevaisuuden ennakkoinnissa on käytetyn informaation avoimuus ja läpinäkyvyys. Käytetyt oletukset ja niihin vaikuttaneet tekijät tulee olla laatijan ja analyysin hyväksikäyttäjän tiedossa. Näin voidaan verrata ennusteita toteutuneeseen ja pyrkiä oppimaan mahdollisista eroista. (Kallunki & Niemelä 2007, 33-34.)

### **2.4 Pääoman tuottovaatimus**

Pääoman tuottovaatimus on yrityksen arvonmäärityksen kannalta keskeisessä asemassa. Arvonmääritysmalleista saatavien tulosten luotettavuuden kannalta tulisi selvittää pääoman tuottovaatimus mahdollisimman tarkasti, sillä verrattain pienetkin virheet vaikuttavat merkittävästi saataviin arvoihin. (Kallunki & Niemelä 2007, 129) Pääoman tuottovaatimus on tässä luvussa ymmärrettävä synonyymiksi pääoman kustannukselle, sillä tuottovaatimus on käsite omistajien /rahoittajien näkökulmasta ja kustannus on yrityksen näkökulma samaan asiaan. (Niemelä ym. 2011, 144.)

Yrityksen liiketoiminnan mahdollistava omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla. Molemmat ryhmät odottavat sijoituksilleen tuottoja. Pääoman tuottovaatimus määräytyy riskittömän koron ja riskilisen summana. Lähtökohtaisesti oman pääoman sijoituksella on korkeampi riskilisa, sillä konkurssitilanteessa oman pääoman sijoittajat ovat varojen saamisessa etuoikeudeltaan huonossa asemassa. Lisäksi oman pääoman ehtoinen rahoitus on määräajaton, kun vieraan pääoman rahoitus on yleisesti 5-10 vuotta. (Kallunki & Niemelä 2007, 130-136.)

Oman pääoman sijoittajat saavat korvauksen sijoitukselleen jaettuina osinkoina ja osakkeen arvon nousuna. Vieraan pääoman ehdoilla sijoittavat taas saavat sijoittamalleen pääomalleen ennalta sovitun kiinteän maksun. Eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määrittäessä. Yrityksen arvonmäärityksessä pääoman tuottovaatimusta tarvitaan muuttamaan tulevaisuuden rahavirrat yhteismitallisiksi, eli diskonttaamaan ne nykyhetkeen. Esimerkiksi kymmenen vuoden kuluttua saatava tuhannen euron osingon arvo on huomattavasti pienempi verrattuna saman suuruiseen osinkoon, joka jaettaisiin tänään. (Kallunki & Niemelä 2007, 130-131.)

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on huomattavasti haastavampaa verrattuna vieraan pääoman tuottovaatimukseen. Vieraalle pääomalle on ennalta sovittu korko, jolla sen tuottovaatimus voidaan pitkälti määrittää, mutta oman pääoman tuottovaatimus on aina implisiittistä, eli se ei ole suoraan nähtävillä. Vuosittain omalle pääomalle maksettava osinkovirta on vain osa sijoittajien vaatimaa tuottoa. Oman pääoman tuottovaatimus perustuu yrityksen tulevaisuuden tuotto-odotuksiin, joissa otetaan yrityksen ennakoitujen riskien huomioon. Ennakoituja riskejä ovat muun muassa rahoitus- ja liikeriski. Oman pääoman tuottovaatimus kasvaa riskien kasvaessa, joiden riippuvuutta voidaan mitata erilaisilla malleilla. (Kallunki & Niemelä 2007, 135-136; Niemelä 2011, 147.)

Yksi perinteinen pääomahyödykkeen hinnoittelumalli on Capital Asset Pricing Model (CAPM), jonka avulla voidaan arvioida sijoituskohteen tuoton odotusarvon ja riskin välistä riippuvuutta. CAP - mallin mukaan tuottovaatimus koostuu kahdesta osasta: riskittömästä tuotosta ja riskilisästä. Riskittömällä tuotolla tarkoitetaan usein korvausta, joka saadaan valtion obligaatioista. Riskilisan suuruus taas riippuu sijoituksen riskipitoisuudesta. Korkean riskin omaaville sijoituksille halutaan vastapainoksi suurempi tuotto. (Kallunki & Niemelä 2007, 136-138.)

Seuraavassa esiteltynä käytännön sovellus capital asset pricing –mallista, johon on lisätty ylimääräinen muiden riskien lisä. Muita riskejä ovat muun muassa hyvin keskittynyt asiakaskunta, henkilöstöriippuvuus sekä osakkeen epälikvidiys. (Niemelä ym. 2011, 148) Kaikki edellä mainitut riskit liittyvät usein pieniin yrityksiin, joista PWC:n 2012 teettämän tutkimuksen mukaan sijoittajat pyytävät keskimäärin 6,1 % korkeampaa tuottoa.

$$Re = Rf + \beta * Rm + Rmuut$$

Missä

$Re$  = Oman pääoman tuottovaatimus

$Rf$  = Riskittömän sijoituskohteen tuotto

$\beta$  = Riskiä kuvaava beeta-kerroin

$Rm$  = Markkinoiden yleinen riskipreemio

$Rmuut$  = Muut riskilisät

Kaava 9. Sovellettu CAP – malli (Niemelä ym. 2011, 148.)

Kaavan termillä  $Rm$  tarkoitetaan riskittömän tuoton ylittävää osaa markkinaportfolion tuotosta ja se voidaan kirjoittaa myös muodossa  $E(Rm) - Rf$ . (Kallunki & Niemelä 2007, 137.)

Beeta-kerroin puolestaan kuvaa markkinoiden yleisestä vaihtelusta aiheutuvaa riskiä kyseessä olevalle osakkeelle, jota kutsutaan systemaattiseksi riskiksi. Osakkeen vastatessa keskimääräistä riskisyyttä, on sen beeta-kerroin tasan yksi. Mikäli osake on markkinoiden keskimääräistä riskisyyttä alhaisempi, on osakkeen beeta-kerroin alle yksi. Vastaavasti markkinoita riskisemmän osakkeen beeta-kerroin on arvoltaan yli yksi. Täysin riskittömän sijoituskohteen beeta-kerroin on nolla. Niin sanotut hyökkäävät osakkeet, joiden beeta – kerroin on yli yksi, nousevat ja laskevat voimakkaammin kuin markkinat keskimäärin. Alle yhden beeta-kertoimen omaavat osakkeet käyttäytyvät päinvastoin reagoimalla heikommin kuin markkinat keskimäärin. (Kallunki & Niemelä 2007, 137-138.)

Beeta - kertoimet määritetään pörssiyhtiön kohdalla yleensä vertailemalla, kuinka sen lyhyen aikavälin osaketuotto heilahtelee suhteessa markkinaindeksin tuoton heilahteluun. Listaamattoman yrityksen beeta – kertoimia ei kuitenkaan voida laskea markkinaperusteisesti, koska sen osakkeita ei noteerata osakemarkkinoilla. Beeta – kerroin voidaan kuitenkin määrittää myös tilinpäätösperusteisesti tunnuslukujen keskinäisellä vertailulla yritysten välillä. Beetakertoimet muutetaan tällaisella mallilla osittaisbeetoiksi, eli jakamalla ne eri riskien osa – alueisiin. Mitä vahvempi mitattava ominaisuus on, sitä matalamman riskikertoimen yritys saa. Osittaisbeetaksi sopii esimerkiksi liikeriski, joka on esitelty seuraavassa kappaleessa. (Balance Arvo, 2014.)

Liikeriskillä tarkoitetaan yrityksen kustannusrakenteesta ja tuotteen kysynnän vaihtelusta aiheutuvaa liiketoiminnan riskiä. Liikeriski on toimialasidonnaista. Suuren liikeriskin omaavan yrityksen liikevaihto ja –voitto heilahtelevat voimakkaasti suhdanteiden mukaan ja vastaavasti pienen liikeriskin omaavalla yrityksellä heilahtelut ovat pienempiä. Liikevoiton variaatiokerroin kuvaa hyvin vaihtelevuutta, mikä lasketaan tarkasteltavan muuttujan menneestä aikasarjasta. Liikeriskin mittaamiseen sopii hyvin liikevoiton variaatiokerroin, joka lasketaan seuraavalla kaavalla. (Kallunki & Niemelä, 2007, 160.)

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

Kaava 10. (Kallunki & Niemelä, 2007, 161.)

## 2.5 Koko pääoman tuottovaatimus

Koko pääoman tuottovaatimus lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona. Laskentatapa huomioi vieraan pääoman verohyödyn ja yrityksen pääomarakenteen. Vieraan pääoman verohyödyllä tarkoitetaan yhtiöverokannan koista osuutta korkomenoista, joka on vähennyskelpoista yrityksen verotuksessa. Vieraan pääoman veroetu pienentää vieraan pääoman tuottovaatimusta. Painokertoimet lasketaan



yrityksen oman ja vieraan pääoman suhteesta kokonaispääomaan. Näin pääomalajien tuottovaatimukset vaikuttavat koko pääoman tuottovaatimukseen samassa suhteessa kun niitä on yrityksen kokonaispääomassa. Pääoman arvot voidaan määrittää pääomien markkina-arvojen, kirjanpitoarvojen tai tavoitteellisten pääomien arvojen mukaan. Listamattomille yhtiöille soveltuvat paremmin kirjanpitoarvot tai tavoitteellisten pääoma-arvojen käyttö. (Kallunki & Niemelä 2007, 176-177)

Kun oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ja pääoman arvot on määritetty, saadaan koko pääoman tuottovaatimus WACC (Weighted Average Cost of Capital) määritettyä kaavalla:

$$WACC = (E/V) \times RE + (D/V) \times RD \times (1 - T_c)$$

Missä

E on yrityksen oman pääoman arvo

D on vieraan pääoman arvo

V on koko pääoman arvo

RE on oman pääoman tuottovaatimus

RD on vieraan pääoman tuottovaatimus ja

T<sub>c</sub> on yhtiöverokanta.

Kaava 11. (Kallunki & Niemelä 2007, 178)

## **2.6 Arvonmääritysmenetelmät**

Esiteltävät arvonmääritysmallit ovat kaikki hyviä arvonmäärittelyn apuvälineitä. Osinkoihin, lisäarvoon ja vapaaseen kassavirtaan perustuvat mallit antaisivat pitkälti saman tuloksen, mikäli kaikki muuttujat tiedettäisiin tarkalleen ja tulevaisuudessa ei olisi epävarmuutta. Käytännössä tämä ei kuitenkaan toteudu, joten mallien antamat tulokset eroavat toisistaan.

### **2.6.1 Tuottoarvo**

Tuottoarvoa laskettaessa yksinkertaisin malli on laskea yritykselle tyypillinen tulosodotus, joka jaetaan tuottovaatimuksella. Tämän kaltainen tuottoarvomäärittely pitää sisällään oletuksen, että tuottovaatimus ja tulos pysyy jatkossakin samana. Usein tyypillinen vuositulos on aikaisempien kolmen – viiden tilikauden tuloksen keskiarvo. Tällä eliminoidaan satunnaisten tilikausien poikkeamia. Kuluerien tutkiminen ja mahdollinen oikaisu on myös tarpeen, esimerkiksi mahdolliset palkkaoikaisut. (Talmo, A. 2015.)

### 2.6.2 Substanssiarvo

Substanssiarvon määritelmä jaetaan tasesubstanssiin ja markkinahintaiseen substanssiarvoon. Tasesubstanssi saadaan suoraan tase-erien kirjanpidollisista arvoista, yksinkertaisimmillaan vähentämällä taseen varoista velat. Kirjanpidollinen tase kuitenkin noudattaa omaa verotuslaskentalogiikkaa, joten omaisuuden käyttöarvo tai käypä arvo voi poiketa huomattavasti tasearvosta. Yrityksen todellisen substanssiarvon määrittelemisen edellyttää varojen arvostamista markkinahintaan. Esimerkiksi 10 vuotta sitten hankittu kiinteistö voi olla taseessa hankintahintaan arvostettuna, mutta todellinen arvo moninkertainen. (Suomen Yrittäjät 2010, Rantanen 2013, 87-88.)

Markkinahintaisen substanssiarvon määrittämisen periaatteena on löytää jokaiselle taseerälle markkinahinta. Kiinteän omaisuuden kohdalla voidaan määritellä jälleenmyyntihinnat vertailemalla niitä tiedossa oleviin hintoihin. Vaihto-omaisuuden arvoa määriteltäessä käytetään yleisesti menetelmää, että valitaan hankinta- ja markkinahinnasta pienempi arvo. Saamisten kohdalla arvioidaan todennäköisyys saatavien kotiutumiseen. Mikäli saamisen kohdalla nähdään riskejä, arvostetaan ne matalampaan arvoon. Vanhat saamiset voivat olla arvottomia. (Pasonen ym. 2000, 61-62.)

Usein terveen yrityksen tuottoarvo ylittää substanssiarvon, muuten yrityksen toiminnan jatkaminen ei olisi kannattavaa. Substanssiarvoa käytetäänkin yrityksen arvonmäärittelyssä usein vertailu- tai vähimmäisarvona. (Leppiniemi 1999, 15.)

### 2.6.3 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen oman pääoman arvonmäärittäysmalli. Se on myös lähtökohtana kehittyneimmissä malleissa, kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo  $P_0$  on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen  $D$  nykyarvo.

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

Kaava 12. (Kallunki & Niemelä 2007, 105.)

Osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta, sillä oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa. Termi  $r$  tarkoittaa oman pääoman sijoittajien tuottovaatimusta, jolla diskontataan tulevien vuosien osingot nykyhetkeen.

Mikäli yrityksen jakamat osingot kasvavat tasaisesti vuosittain vauhdilla  $g$ , saadaan vuoden  $t$  osingot  $D_t$  laskettua seuraavan kaavan avulla. (Kallunki & Niemelä 2007, 105.)

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

Missä

$D_t$  = osingot vuonna  $t$

$D_0$  = Osingot lähtövuonna (0)

$g$  = Osinkojen vuosittainen kasvuvauhti

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

Kaava 13. (Kallunki & Niemelä 2007, 105.)

Sijoittamalla kaavan 2 lauseke kaavaan 1 saadaan osakkeen nykyarvoksi.

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

Kaava 14. (Kallunki & Niemelä 2007, 105.)

Kaava voidaan yksinkertaistaa seuraavaan muotoon, joka tunnetaan myös Gordonin mallina:

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

Kaava 15. Osinkojen kasvumalli. (Kallunki & Niemelä 2007, 105.)

Kaavan 4 mukaan osakkeen tämän hetken arvo on ensi vuoden arvioidut osingot jaettuna oman pääoman tuottovaatimuksen ja osinkojen kasvun erotuksella. Käytännön arvonmäärittästä tehtäessä ongelmaksi muodostuu se, että eri yritysten osingonjakosuhte vaihtelee hyvin paljon. Näin osinkojen lähtötasoilla voi olla merkittäviäkin eroja. Myös osingon suuruus vaihtelee vuosittain yrityksillä, eikä tasainen kasvu osingon määrässä toteudu usein käytännössä. Tulevien vuosien osinkojen ennustaminen on myös haasteellisempaa kuin esimerkiksi tuloskehityksen ennustaminen. Mallin tasaisen kasvun oletusta voidaan kuitenkin lieventää käyttämällä useamman eri suuruisen kasvun jaksoa. Kaavassa 5 on esimerkki tämänkaltaisesta osinkoperusteisesta mallista, jossa osingot arvioidaan erikseen seuraaville vuosille  $t$ , jonka jälkeen osinkojen oletetaan kasvavan tasaisesti. (Kallunki & Niemelä 2007, 106-107.)

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

Kaava 16. (Kallunki & Niemelä 2007, 106.)

Osakkeen arvo vuoden  $t$  alussa,  $P_t$ , voidaan määrittää diskonttaamalla kyseessä olevasta vuodesta eteenpäin saatavat osingot kaavan 3 avulla, jolloin yhtälö 4 saa seuraavanlaisen muodon, kun osinkojen kasvuvauhdiksi oletetaan  $g$ :

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

Kaava 17. (Kallunki & Niemelä 2007, 106.)

Yrityksen arvonmäärittystä tehtäessä osinkoperusteisesti on kaavan 5 mukainen malli käyttökelpoisin. Tällöin yrityksen jakamat osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kuin on luotettavasti mahdollista, jonka jälkeen osingoille asetetaan kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2007, 107.)

#### 2.6.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli muistuttaa osinkoperusteista mallia, mutta osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen voittoja. Lisäarvomallin etu esimerkiksi osinkoperusteiseen malliin on se, etteivät ennustevirheet vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin. Tämä johtuu siitä, että diskontattava virta muodostuu tuloksen ja tuottovaatimuksen erotuksesta, eikä puhtaasti ennustettavien virtojen nykyarvosta. Malli muodostaa osakkeen arvon  $P_0$  oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta  $BV_0$  ja tulevista lisävoitoista  $ae_t$  seuraavasti:

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

Kaava 18. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.)

Diskonttaustekijä  $r$  on oman pääoman tuottovaatimus. Yrityksen tuottama lisävoitto  $ae$  on ennustetun/arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus. Lisävoitto mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.)

Positiivinen lisävoiton arvo merkitsee yrityksen kykyä tuottaa taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle. Negatiivinen lisävoiton arvo merkitsee yrityksen toiminnan syövän omistajan varallisuutta.

Lisäarvomallilla on tärkeitä etuja verrattuna perinteisiin arvonmäärittäsmalleihin. Lisäarvomallin mukaan suuri osa osakkeen arvosta tulee tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidolli-

sesta arvosta. Kirjanpidolliseen arvoon lisätään diskontattujen tulevien voittojen ja vaadittujen voittojen erotus, joten tulevaisuuden ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin. Esimerkiksi osinko- ja kassavirtaperusteisessa mallissa osakkeen arvo muodostuu kokonaisuudessa ennustettujen tulojen nykyarvosta. Lisäarvomalli ei ole myöskään herkkä pääomarakenteen muutoksille, toisin kuin vapaan kassavirran mallissa. (Kallunki & Niemelä 2007, 120-122.)

#### **2.6.5 Vapaan kassavirran malli**

Kassavirtalaskelmissa seurataan vain rahan liikkumista, eli tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja. Mallien käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä perustellaan siten, ettei kassavirtaan vaikuta tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet. Virallisissa tilinpäätöksissä tilikauden tulokseen vaikuttaa olennaisesti tulojen ja menojen jaksottaminen eri tilikausille, erityisesti käyttöomaisuuden investointimenojen jaksotukset poistoina käyttöomaisuuden pitoajalle. (Kallunki & Niemelä 2007, 109.)

On olemassa useita erilaisia kassavirtaan perustuvia malleja, jotka poikkeavat jonkin verran toisistaan. Yleisimmin käytetty kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli on vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF). Vapaan kassavirran määrittelyssä yrityksen pääomarakenne oletetaan velattomaksi. Laskelmassa verot lasketaan siis niin, kuin yrityksellä ei olisi korkomaksuja. (Niemelä, M. ym. 2011, 130.)

Vapaan kassavirran malli toimii samalla tavoin kuin osinkoperusteinen malli. Yrityksen arvo muodostuu tulevien kassavirtojen diskontatusta nykyarvosta. Kassavirta saadaan vähentämällä operatiivisesta kassavirrasta käyttöpääoma- ja käyttöomaisuusinvestointien maksut. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä tuotettua ylijäämää, jota ei tarvita liiketoiminnan pyörittämiseen. Poistot lisätään laskelmaan, sillä ne eivät todellisuudessa vähennä kassavirtaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 113) Alla oleva kuvio havainnollistaa vapaan kassavirran muodostumista.

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

Kuvio 2. Vapaan kassavirran keskeiset erät. (Kallunki & Niemelä 2007, 113.)

Poistot lisätään kassavirtaan, sillä ne eivät ole kassaperusteisia maksuja. Poistojen jälkeen saadaan bruttokassavirta, josta vähennetään bruttoinvestoinnit ja käyttöpääoman muutos. Käyttöpääoman muutos sisältää seuraavat erät:

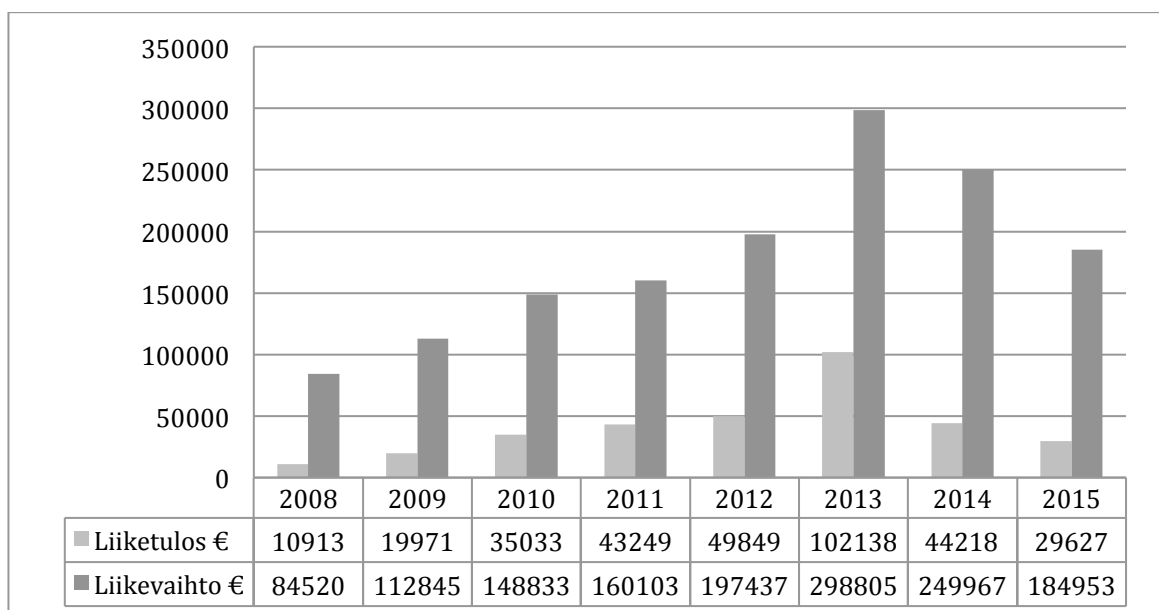
+ Vaihto-omaisuuden lisäys
+ Myyntisaamisten lisäys
- Ostovelkojen lisäys
<hr/>
= Käyttöpääoman muutos

### 3 Kohdeyrityksen arvonmääritys

#### 3.1 Yritysesittely

Kohdeyritys on 2007 perustettu osakeyhtiö, jonka toimiala on työkalu- ja tarviketukku-kauppa. Yrityksen päätuote on erilaiset tarkastusluukut. Yritys toimii Vantaalla.

Yrityksellä on ollut koko toiminnan ajan kaksi osakasta, joista pääosakas on hoitanut yrityksen päivittäiset toiminnot. Vähemmistöosakas on keskittynyt yrityksen kirjanpidon, verosuunnittelun ja tilinpäätöksen laadintaan. Molemmat osakkaat ovat työskennelleet koko yrityksen toiminnan ajan nostamatta yrityksestä palkkatuloja.



Kuvio 3. Liikevaihdon ja –tuloksen kehitys.

Taulukko näyttää yrityksen liikevaihdon ja –tuloksen kehityksen. Yrityksellä on murrettu tilikausi, 1.5.-30.4. Liikevaihdon ja –voiton kuviosta voi nähdä, ettei vuosikymmenen alun talouskriisi vaikuttanut merkittävästi yrityksen tuloksentekokykyyn. Yritystä ei voida täten pitää kovin suhdanneherkkänä.

Toiminta on ollut alusta asti eläkkeellä olevalle pääomistajalle enemmänkin harrastus kuin elinkeino. Yritys on kuitenkin kasvanut seitsemässä vuodessa ja saavuttaa lähitulevaisuudessa tilanteen, jossa tarvitaan yritykselle jatkaja. Pääomistajan tarkoitus olisi myydä yritys lähivuosina.

Pääomistajan työvuodet näkyvät nykytilanteessa siten, että yritys on vakiinnuttanut oman asiakaskuntansa, eikä myyntivolyymien ylläpitäminen vaadi aikaisempien vuosien suuruisia panostuksia mainontaan. (Haastattelu)

### **3.2 Strateginen analyysi**

Yrityksen perustaja on pitkään rakennusalaalla toiminut ammattilainen, jonka osaaminen on yrityksen elinehto. Henkilöriippuvuus muodostaakin yrityksen keskeisimmän riskitekijän. Markkinoiden kasvava kysyntä ja myytävän tuotteen korkea laatu ovat toimineet yrityksellä hyvänä pohjana. Yritys on toiminut alusta alkaen asiakkaiden ehdoilla ja tuotteita on voitu tilata esimerkiksi maalautettuna tai teknisin räätälöinnein. Joustava toiminta ja nopeat toimitukset ovat luoneet yritykselle kanta-asiakaskunnan. (Haastattelu)

Tarkastusluukkuja tarvitaan varsinkin korjausrakentamisessa, jonka merkittävimmät tilaajat ovat linjasaneerauksia suorittavat urakoitsijat. Etelä-Suomen korjausrakentamisen määrä on kasvussa (Pakkala, P. 2013) ja esimerkiksi putkiremonttien määrän odotetaan kaksinkertaistuvan ensi vuosikymmenellä. (Sähkö- ja teleurakoitsijaliitto 2012) Alalla on siis odotettavissa voimakas kysynnän kasvu.

Toimialan kilpailutilanne on kiristynyt viimeisen kahden vuoden aikana huomattavasti, kun markkinoille on tullut uusia toimijoita. Yrityksen vahvuutena on ollut kontakti ulkomaiseen valmistajaan, jonka tuote on laadullisesti kilpailukykyinen. Myös edulliset hankintahinnat mahdollistavat yrityksen kyvyn säilyttää asemansa markkinoilla hintakilpailun kiristyessä. Myyntikatetta on jouduttu pienentämään viimeisimpien tilikausien aikana, mutta tilanteeseen on jo reagoitu kasvattamalla ostotilauksia halvempien hankintahintojen saavuttamiseksi. (Haastattelu)

### **3.3 Tilinpäätösanalyysi**

Tilinpäätösanalyysin lähteenä käytetään viimeisen kolmen tilikauden tuloslaskelmaa ja tasetta, sillä liiketoiminta on vakiintunut tällä ajanjaksolla. Analysoinnin tueksi on tutkittu tilastokeskuksen saatavilla olevia tilinpäätöskohteja.

#### **3.3.1 Kannattavuus**

Kannattavuutta arvioitaessa on selvitetävä, onko tuloksen suuruus ollut riittävän suuri huomioiden yritystoimintaan sidotut pääomat. Tämä saadaan selville, kun verrataan sijoitetun pääoman suhdetta tulokseen. Alla olevassa taulukossa on esitetty kohdeyrityksen



kannattavuutta kuvaavat sijoitetun pääoman tuotto-% ja oman pääoman tuotto-% viimeisimmältä kolmelta tilikaudelta.

<b>Kannattavuus</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Liikevoitto-%		3 %	8 %	26 %
Oman pääoman tuotto	%	3 %	13 %	33 %

Taulukko 1. Kannattavuus.

Kuten luvuista huomataan, alalla alkanut hintakilpailu on laskenut kannattavuuden tunnuslukuja huomattavasti kahden vuoden takaisesta.

### 3.3.2 Vakavaraisuus

Vakavaraisuuden mittarina on käytetty omavaraisuus- ja nettovelkaantumisasteen tunnuslukuja, jotka on esitelty alla olevassa taulukossa. Yrityksellä ei ole lainkaan korollista vierasta pääomaa, minkä johdosta nettovelkaantumisaste on negatiivinen. Molemmat tunnusluvut ovat viitteellisten ohjearvojen mukaan erinomaisia, mutta parempaan oman pääoman tuottoon päästäisiin hyödyntämällä velan vipuvaikutus. Yhtiö on siis toisin sanoen ylilikvidi.

<b>Vakavaraisuus</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Omavaraisuusaste %		98 %	81 %	87 %
Nettovelkaantuminen	%	-29 %	-44 %	-42 %

Taulukko 2. Vakavaraisuus.

### 3.3.3 Maksuvalmius

Maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen kykyä selviytyä juoksevista maksuvelvoitteista. Hyvän maksuvalmiuden omaavalla yrityksellä on aina tarpeeksi varoja kassassa tai muuta likvidiä omaisuutta. Alla olevassa taulukossa on esitelty viimeisimmän kolmen tilinpäätöksen pohjalta laaditut tunnusluvut nettokäyttöpääoma, quick ratio ja current ratio. Viitteellisten ohjearvojen mukaan nämä tunnusluvut ovat yrityksellä erinomaiset.

<b>Maksuvalmius</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Quick ratio		15,40	2,57	8,53
Current ratio		39,30	5,05	7,93
Nettokäyttöpääoma	%	61 %	45 %	58 %

Taulukko 3. Maksuvalmius.

### 3.4 Kohdeyrityksen arvonmäärittäminen

#### 3.4.1 Oman pääoman tuottovaatimus

Pääoman tuottovaatimus määritellään kappaleessa 2.2 esitetyn CAP – mallin avulla, johon on lisätty pienille yrityksille olennaiset lisäriskipreemiot. Tuottovaatimukseen on lisätty kahden prosentin epälikvidiyslisä yrityksen pienen koon takia, sekä kahden prosentin riskilistä yrityksen henkilöriippuvuuden takia. Riskittömänä tuottona on käytetty Suomen valtion obligaatioiden tuottoa, joka oli tarkasteluhetkellä 1,61 %.

Yritys on listaamaton osakeyhtiö, joten beeta – kerroin määritellään tilinpäätöksestä laskettujen tunnuslukujen avulla. Käytetyt tunnusluvut ovat liikeriski ja omavaraisuusaste. Operatiivista velkaantuneisuutta ei olla huomioitu, sillä yritys ei ole tehnyt bruttoinvestointeja. Liikeriski lasketaan kappaleessa 2.4 esitetyn kaavan 10. mukaisesti jakamalla liikevoiton keskihajonta liikevoiton keskiarvolla. Tarkasteltavaksi aikajaksoksi on valittu viimeimmän kolmen tilikauden tilinpäätöstiedot. Omavaraisuusasteen kaava on esitetty kappaleessa 2.3.3 (Kaava 7), jonka mukaisesti tunnusluku saadaan jakamalla oma pääomaseen loppusummalla, josta on vähennetty saadut ennakot. Laskelmissa on käytetty viimeisen kolmen tilinpäätöksen keskiarvoa. Nettovelkaantumisen tunnusluku saadaan taas jakamalla nettovelat omalla pääomalla. Nettovelkaantumisen kaava on esitetty kappaleessa 2.3.3 (Kaava 8) ja siinä on niinkään käytetty viimeisen kolmen tilinpäätöksen keskiarvoa.

Kohdeyrityksen liiketulos vuosilta 2012-2014, sen keskihajonta ja keskiarvo:

Kohdeyritys	2014	2013	2012	Keskihajonta	Keskiarvo
Liiketulos	44 217,64	101 882,37	49 806,87	31 802,30	65 302,29

Taulukko 4.

Liikeriskin variaatiokerroin saadaan jakamalla liikeriskin keskihajonta keskiarvolla:

$$\frac{31.802,30}{65.302,29} = 0,49$$

Kohdeyrityksen omavaraisuusaste vuosilta 2012-2014, sen keskihajonta ja keskiarvo:

Kohdeyritys	2014	2013	2012	Keskiarvo	Keskihajonta
Omavaraisuusaste	0,81	0,72	0,87	0,80	0,08

Taulukko 5.

CAP – mallin beetakertoimen määrittelyyn käytetään menetelmää, jossa verrataan kohdeyrityksen ja toimialan riskejä. Yrityksen toiminta on vakiintunut viimeisen kolmen vuoden aikana, joten vertailuissa käytetään kolmen viimeisimmän tilinpäätöksen tietoja. Vertailukohteena käytetään Tilastokeskuksesta uusimpia saatavilla olevia tilinpäätöskohteja alan pk – yrityksistä. Käyttökelpoisimmat tunnusluvut ovat tässä tapauksessa liikeriski ja omavaraisuusaste, sillä nettovelkaantumisastetta ei voida Tilastokeskuksen aineistosta määrittää. Operatiivista velkaantuneisuutta ei otettu huomioon, sillä kohdeyrityksellä ei ollut bruttoinvestointeja.

Liikeriskin osittaisbeeta on laskettu vertailemalla kohdeyrityksen ja toimialan pk – yritysten variaatiokertoimia keskenään.

Pk-yritykset	2012	2011	2010	Keskihajonta	Keskiarvo	Variaatiokerroin
Liiketulos	142 157	194 987	160 054	26 869	165 733	16 %

Taulukko 6. (Tilastokeskus, tilinpäätöskoonti. 467 Muu erikoistunut tarviketukkukauppa, pk – yritykset)

Kohdeyritys	2014	2013	2012	Keskihajonta	Keskiarvo	Variaatiokerroin
Liiketulos	44 218	101 882	49 807	31 802	65 302	49 %

Taulukko 7.

Osittaisbeetaksi saadaan:

$$49\% / 16\% = 3,00$$

Omavaraisuusasteen osittaisbeeta on laskettu vertailemalla kohdeyrityksen ja pk - yritysten omavaraisuusasteen variaatiokertoimia keskenään.

Pk-yritykset	2012	2011	2010	Keskiarvo	Keskihajonta	Variaatiokerroin
Omavaraisuusaste	0,42	0,43	0,45	0,43	0,02	4 %

Taulukko 8. (Tilastokeskus, tilinpäätöskoonti. 467 Muu erikoistunut tarviketukkukauppa, pk – yritykset)

Kohdeyritys	2014	2013	2012	Keskiarvo	Keskihajonta	Variaatiokerroin
Omavaraisuusaste	0,81	0,72	0,87	0,80	0,08	10 %

Taulukko 9.

Osittaisbeetaksi saadaan jakamalla arvioitavan yksikön variaatiokerroin toimialan variaatiokertoimella:

$$10\% / 4\% = 2,5$$

Molempien osittaisbeetojen painoarvo ollessa 50%, beetakertoimeksi saadaan:

$$3,00 * 50\% + 2,5 * 50\% = 2,83$$

Kohdeyrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen määrittely sovelletun CAP – mallin avulla:

$$1,61 + 2,83 * (8 - 1,61) + 4 = 23,69 \%$$

### **3.4.2 Koko pääoman tuottovaatimus**

Koko pääoman tuottovaatimus määritellään kappaleessa 2.5 esitetyllä kaavalla:

$$WACC = (E/V) \times RE + (D/V) \times RD \times (1 - T_c)$$

Missä

E on yrityksen oman pääoman arvo

D on vieraan pääoman arvo

V on koko pääoman arvo

RE on oman pääoman tuottovaatimus

RD on vieraan pääoman tuottovaatimus ja

T<sub>c</sub> on yhtiöverokanta.

Yrityksen oman pääoman kirjanpitoarvo on 119.596,40. Vieraan pääoman kirjanpitoarvo on 2.965,57. Koko pääoman kirjanpitoarvo on 122.561,57. Oman pääoman tuottovaatimus määriteltiin edellisessä kappaleessa 23,69%. Vieraan pääoman tuottovaatimuksena käytetään markkinoiden yleistä tuotto-odotusta 8%. Vuoden 2015 verokanta on 20%. Näistä voidaan johtaa koko pääoman tuottovaatimukseksi.

$$119.596,40 / 122.561,57 * 0,2369 + 2.965,57 / 122.561,57 * 0,08 * (1 - 0,2) = 0,2327$$

Koko pääoman tuottovaatimukseksi saadaan täten 23,27%.

### 3.4.3 Tilinpäätösoikaisut

Kuten yritysesittelyn osiossa mainittiin, molemmat osakkaat ovat työskennelleet yrityksessä koko toiminnan ajan palkatta. Pääomistajan arvion mukaan, hänen työpanoksensa on yrityksen kahden ensimmäisen vuoden ajalta ollut 1.000 euron kuukausitasolla ja tästä eteenpäin 2.000 euron tasolla. Vähimmäisosakas arvioi kirjanpito- ja tilinpäätöspalkkionsa olevan 1.200 euron vuositasolla. Tilinpäätöstietoja on oikaistava näillä summilla, jotta saadaan oikea kuva yrityksen tuloksentekokyvystä.

### 3.4.4 Tuottoarvo

Tuottoarvoa laskettaessa on oletuksena yrityksen toiminnan olevan pitkälti samankaltaista tulevaisuudessa tulokseltaan. Tulosodotus on viimeisimmän kolmen oikaistun tilikauden nettotuloksen keskiarvo, joka on jaettu oman pääoman tuottovaatimuksella.

$$\frac{25729,91}{23,27} * 100 = 110.571,17$$

### 3.4.5 Substanssiarvo

Substanssiarvo ei varsinaisesti terveellä ja toimivalla yrityksellä ole pätevä arvonmäärittäysmalli, mutta se on sisällytetty vertailuun vähimmäisarvona yritykselle. Substanssiarvo jaetaan usein tase- ja markkinasubstanssiksi, mutta yrityksen kohdalla näillä arvoilla ei ollut eroa.

Substanssiarvo		
	Tase	Markkina
Rahoitusomaisuus	45 662	45 662
Vaihto-omaisuus	70 800	70 800
Käyttöomaisuus	6 026	6 026
Varat yhteensä	122 488	122 462
Lyhytaikaiset velat	-2 966	-2 966
Substanssiarvo	119 522	119 522

Taulukko 10. Substanssiarvo.

### 3.4.6 Osinkoperusteinen malli

Tulevaisuuden osingot arvioitiin niin, että yritys jakaa osinkoa minimoiden osakkaille kohdistuvan verorasituksen. (Haastattelu) Tämä tarkoittaa vuoden 2014 osinkoverouudistuksen jälkeen, että osinkoa jaetaan 8% yhtiön nettovarallisuudesta 150.000 euroon asti. (Verohallinto 2013)

Seuraavien vuosien arvioidut osingot	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Osakekohtainen osinko euroina	110,4	126,96	146,0

Taulukko 11. Arvioidut osingot 2016-2018.

Oman pääoman tuottovaatimukseksi määriteltiin aikaisemmassa kappaleessa kohdeyrityksen osalta 23,27 %, jota käytettiin mallin mukaisesti diskonttokorkona. Vuosien 2016-2018 osalta käytettiin yhtiön ennusteita ja vuoden 2018 jälkeisistä osingoista käytettiin 3 % vuosittaista kasvuennustetta. Sijoittamalla edellä mainitut muuttujat kappaleessa 2.3.2 esitettyyn kaavaan 5, jota sovellettiin päätearvon diskonttaus lisäämällä, saadaan kohdeyrityksen osakekohtaiseksi arvoksi osinkoperusteisella mallilla 992,96 euroa. Koko osakekannan (100 kpl) arvoksi muodostuu 99.296,13 euroa.

### 3.4.7 Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran mallin arvot perustuvat yrityksen johdon arvioihin. Vuosien 2015 – 2017 arviot on kirjattu vapaan kassavirran taulukkoon. Vuoden 2017 jälkeen kasvu on arvioitu 6-10 prosentin vuotuiselle tasolle. Tästä eteenpäin on käytetty inflaatiota vastaavaa 2 prosentin kasvuvauhtia. Yrityksen johdon arvion mukaan investointeja ei ole tarpeen tehdä lähitulevaisuudessa. (Haastattelu.)

Vapaan kassavirran laskelmassa on käytetty teoriaosuudessa kappaleessa 2.6.5 esitettyä kuviota 2., josta on karsittu tarpeettomia rivejä. Luvut on pyöristetty tasalukuihin.

Vapaan kassavirran laskelma			
	2015	2016	2017
Liikevoitto	4 808	14 000	16 100
- Operatiiviset verot	-962	-2 800	-3 220
= Operatiivinen kassavirta	3 846	11 200	12 880
+ Poistot	2 009	700	550
= Bruttokassavirta	5 855	11 900	13 430
-/+ Käyttöpääoman muutos	-5 219	5 000	5 000
- Bruttoinvestoinnit	-3 950	0	0
= Vapaa kassavirta	-3 314	16 900	18 430
+/- Muut erät (verojen jälk.)	0	0	0
= Vapaa kassavirta	-3 314	16 900	18 430
Nykyarvoina	-3 314	13 710	12 129

Taulukko 12. Vapaan kassavirran laskelma.

Vuosien 2016-2019 ennustetut vapaat kassavirrat ovat esitetty taulukossa 13.

	2016	2017	2018	2019
Vapaa kassavirta	16 900	18 430	20 273	22 300

Taulukko 13.

Diskonttaamalla vuosien 2016-2019 vapaat kassavirrat vuoden 2015 alkuun pääoman tuottovaatimuksella 23,69 % saadaan niiden nykyarvoksi 46.319,16 euroa.

Vuoden 2018 jälkeiset kassavirrat saadaan diskonttaamalla vastaavasti pääoman tuottovaatimuksella vuoden 2014 alkuun. Vuoden 2018 jälkeisten vapaiden kassavirtojen nykyarvo on 48.122,49 euroa.

Koko yrityksen vapaiden kassavirtojen arvoksi saadaan näin 2015 tilinpäätöshetkellä 94.441,64 euroa.

Vuosien 2016-2020 vapaat kassavirrat	54 623,97
Vuosien 2020- vapaat kassavirrat	39 817,68
Yhteensä	94 441,64

Taulukko 14.

Vähentämällä tästä vieras pääoma 2.965,57 euroa, saadaan yrityksen arvoksi 91.476,07 euroa.

### 3.4.8 Lisäarvomalli

Oman pääoman osakekohtainen kirja-arvo vuoden 2015 tilinpäätöshetkellä on 1.195,96 euroa. Oman pääoman tuottovaatimus r on 23,27 %. Pitkän aikavälin osingonjakotavoitteena on jakaa 25 % voitoista osinkoina. Taloudellisen lisävoiton vuotuisena kasvuksi on arvioitu vuosille 2019-2020 4 % ja pitkän aikavälin kasvuksi vuoden 2021 jälkeen 2 %.

Diskonttaamalla vuosien 2016-2018 arvot nykyhetkeen saadaan niiden arvoksi 26 euroa. Vuosien 2019-2020 saatavien lisävoittojen nykyarvo on 11,57 euroa ja vuoden 2020 jälkeen saatavien lisävoittojen arvo eli niin sanottu päätearvo on 25,32 euroa.

Osakkeen arvo saadaan lisäämällä vuoden 2014 oman pääoman kirja-arvo tulevien vuosien lisävoittojen nykyarvoihin.

Oman pääoman kirja-arvo tp2015	1 195,96
2016-2018 lisävoittojen nykyarvo	26,25
2019-2020 lisävoittojen nykyarvo	11,78
Päätearvo	26,36
Yhteensä	1 260,36
Koko osakekanta	126 035,63

Taulukko 15.

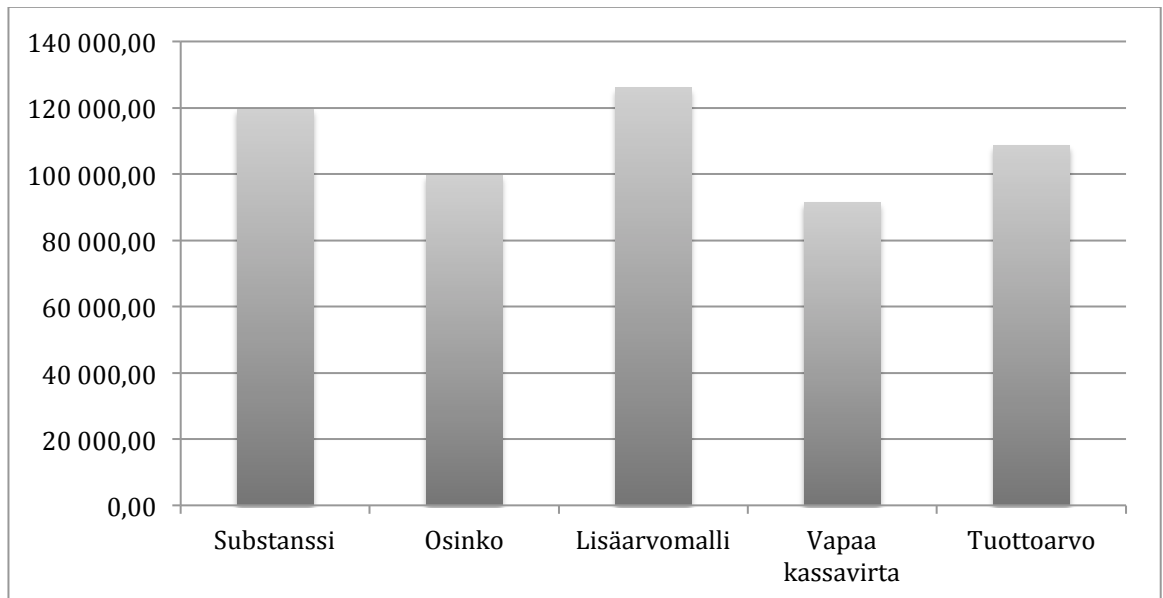
Lisäarvomallin mukaan vuoden 2014 tilinpäätöshetkellä osakkeen arvo on 1.260,36 euroa ja koko yrityksen arvo täten 126.035,63 euroa.



## 4 Yhteenveto

### 4.1 Tutkimustulokset

Alla on eri arvonmäärittymallien antamat tulokset.



Kuvio 3. Arvonmäärittymallien tulokset.

Substanssiarvo on tervettä ja toimivaa yritystä ostaessa väärä peruste hinnoitteluun sillä se ei ota huomioon tulevaisuuden tuottoja, jota ostaja yrityskaupassa tavoittelee. Substanssiarvo otettiin kuitenkin vertailuun mukaan tarkastusluvuksi, joka toimisi euromääräisen arvonmäärittymisen skaalan alarajana.

Osinkoperusteisen mallin tulos riippuu vahvasti kohdeyrityksen osingonjakopolitiikasta. Maltillisempia osinkoja jakavat yritykset saavat mallista pienempiä arvoja, kuin suurempia osinkoja jakavat. Osinkojen lähtötasoon vaikutti ratkaisevasti viime vuosina jaetut ylimääräiset osingot, jotka laskivat osinkojen lähtötasoa ja näin myös mallista saatavaa arvoa. Osinkoperusteisen mallin tulokseksi saatiin n. 100.000 euroa.

Lisäarvomallista saatiin arvonmäärittymisen suurin tulos, noin 126.000 euroa. Lisäarvomallin pohjana on oman pääoman kirja-arvo, eikä ennustevirheet vaikuta ratkaisevasti lopputulokseen. Lisäarvomallin tulosta voidaankin pitää melko luotettavana, sillä mallin tulos painottuu nykyhetkeen.

Vapaan kassavirran mallista saatiin vertailun alhaisin tulos, noin 91.500 euroa. Vapaan kassavirran mallin ratkaiseva tekijä on lähivuosien tuotto - odotukset, jotka kiristyneen kilpailutilanteen vuoksi arvioitiin alhaisiksi.

Kaikista käytetyistä arvonmääritysmalleista saatiin eri tulos, mutta useat tuloksista on lähellä toisiaan. Tuloksiin vaikuttavat ratkaisevasti tulevaisuuden ennusteet, joten arvonmäärityksen sijasta voitaisiin luontevammin puhua arvoennustuksesta. Vuoden 2015 tilinpäätökseen heijastuu huomattavasti kiristynyt markkinatilanne ja tulevaisuuden ennusteet on johdettu vuoden 2015 tilinpäätöstä painottaen. Oman pääoman tuottovaatimusta määritelmää tutkiessa voidaan todeta, että beeta - kerroin saa suurempia arvoja variaatiokerroinvertailulla. Tämä johtuu luonnollisesti siitä, että yksittäisen yrityksen tunnusluvut muuttuvat lyhyellä aikavälillä enemmän kuin koko toimialan yritysten koonnissa. Suhteellisen korkea beeta – arvo nosti myös pääoman tuottovaatimusta, mistä johtuen malleista saatavat arvot ovat pienempiä. Esimerkiksi viiden prosenttiyksikön pienemmällä tuottovaatimuksella kaikista malleista saatavien tulosten arvot olisivat ylittäneet substanssiarvon. Tämä on esitetty taulukossa 16, johon on pyöristetty arvonmääritysmallien antamat tulokset.

<b>Tuottovaatimus</b>	<b>23,27 %</b>	<b>18,27 %</b>
Substanssi	119 500,00 €	119 500,00 €
Osinko	99 500,00 €	126 000,00 €
Lisäarvomalli	126 000,00 €	128 000,00 €
Vapaa kassavirta	91 500,00 €	122 500,00 €
Tuottoarvo	110 500,00 €	141 000,00 €

Taulukko 16.

Kun substanssiarvo asetettiin yrityksen minimiarvoksi, saadaan yrityksen arvohaitariksi määritellyllä 23,27% tuottovaatimuksella 119.500 – 126.000 euroa. Herkkyysanalyysin viiden prosentin kevyemmällä tuottovaatimuksella arvo olisi 119.500 – 141.000 euron välillä. Kun ottaa huomioon selvästi kiristyneen hintakilpailun alalla ja sen, ettei yrittäjän osaaminen sisälly yrityskauppaan voidaan mallien antamia tuloksia pitää perusteltuina. Tutkimustulokset osoittavat yrityksen substanssin ylittävän arvon perustuvan pääasiassa pääosakkaan osaamiseen.

## Lähteet

Balance Consulting. Tunnusluvut. Luettavissa:

<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>

Luettu 25.9.2014

Elinkeinoelämän keskusliitto. Perheyritysbarometri 2012. Luettavissa:

[http://www.ek.fi/ek/fi/tutkimukset\\_julkaisut/2012/12\\_joulu/Perheyritysbarometri-2012.pdf](http://www.ek.fi/ek/fi/tutkimukset_julkaisut/2012/12_joulu/Perheyritysbarometri-2012.pdf).

Luettu 25.11.2013.

Kallunki J., Kytönen E. 2007. Uusi tilinpäätösanalyysi. Jyväskylä. Talentum Media Oy. Helsinki.

Kallunki J., Niemelä J. 2007. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Talentum Media Oy. Helsinki.

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

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlahti J., Niemelä, J., Svernas, K., Wilkman, N. 2011. Yrityskauppa. WSOYpro Oy. Helsinki.

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336

Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo. Kauppakaari. Helsinki

Pakkala, P. 2013. VTT:n ja Taloussanomien järjestämä korjausrakentamisen seminaarin aineisto. 17.9.2013, Luettavissa:

[http://www.taloussanomien.fi/files/Pajakkala\\_Pekka\\_Korjausrakentamisen\\_tulevaisuudennakymat\\_17\\_9\\_2013.pdf](http://www.taloussanomien.fi/files/Pajakkala_Pekka_Korjausrakentamisen_tulevaisuudennakymat_17_9_2013.pdf). Luettu 12.11.2013.

Pasonen, E., Hiltunen, M., Turunen H., 2000. Miten myyn yritykseni. Kauppakaari. Helsinki.

PWC. 2012. Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla. Luettavissa:

[http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio\\_2012.pdf](http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio_2012.pdf)

Rantanen, J. 2013. Arvonmäärittäminen yrityskaupassa. 2.painos. Suomen Yrittäjien Sypoint Oy. Saarijärvi.

STUL. 2012. Putkiremonttien määrä tuplaantuu ensi vuosikymmenellä. Luettavissa: <http://www.stul.fi/Default.aspx?id=32613>. Luettu: 12.11.2013

Suomen Yrittäjät. 2010. Arvonmääritys. Luettavissa: <http://www.yrittajat.fi/fi-FI/minustakoyrittaja/omistajan-ja-sukupolvenvaihdos/arvonmaaritys/>. Luettu: 12.11.2013.

Talmo, A. 2015. Haaga-Helia luentomateriaali.

Tilastokeskus. 2012. Yritykset. Luettavissa: [http://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk\\_yritykset.html](http://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_yritykset.html) . Luettu: 21.11.2013

Tilastokeskus. 2013. Aloittaneet ja lopettaneet yritykset vuonna 2012. Luettavissa: [http://www.tilastokeskus.fi/til/aly/2012/aly\\_2012\\_2013-10-24\\_tie\\_001\\_fi.html](http://www.tilastokeskus.fi/til/aly/2012/aly_2012_2013-10-24_tie_001_fi.html). Luettu: 21.11.2013

Verohallinto. 2013. Muutoksia osinkojen verotukseen ja ennakonpidätykseen vuoden 2014 alusta. Luettavissa: [http://www.vero.fi/fi-FI/Tietoa\\_Verohallinnosta/Tiedotteet/Yritys\\_ja\\_yhteisoasiakkaat/Muutoksia\\_osinkojen\\_verotukseen\\_ja\\_ennak%2830722%29](http://www.vero.fi/fi-FI/Tietoa_Verohallinnosta/Tiedotteet/Yritys_ja_yhteisoasiakkaat/Muutoksia_osinkojen_verotukseen_ja_ennak%2830722%29)

## Liitteet

### Liite 1. Tuloslaskelma 2013-2015

TULOSLASKELMA	1.5.2014 - 30.4.2015	1.5.2013 - 30.4.2014	1.5.2012 - 30.4.2013
LIKEVAIHTO	184 952,95	249 967,23	298 805,08
Materiaalit ja palvelut			
Aineet, tarvikkeet ja tavarat			
Ostot tilikauden aikana	87 164,97	159 348,43	172 541,70
Varaston muutos	26 339,78	6 819,79	-8 788,20
Ulkopuoliset palvelut	1 676,81	0,00	528,00
	115 181,56	166 168,22	164 281,50
Palkat	24 000,00	24 000,00	24 000,00
Kirjanpito ja tilinpäätös	1 200,00	1 200,00	1 200,00
	25 200,00	25 200,00	25 200,00
Poistot ja arvonalentumiset			
Suunnitelman mukaiset poistot	2 008,69	880,67	74,16
Liiketoiminnan muut kulut	37 758,95	38 700,70	32 567,05
LIKEVOITTO	4 803,75	19 017,64	76 682,37
Rahoitustuotot ja -kulut			
Korkotuotot	4,55	71,06	259,35
Korkokulut ja muut rahoituskulut	0,00	20,18	3,62
VOITTO ENNEN SATUNNAISIA ERIÄ	4 808,30	19 068,52	76 938,10
VOITTO ENNEN TILINPÄÄTÖSSIIRTOJA JA VEROJA	4 808,30	19 068,52	76 938,10
Tuloverot	961,66	3 813,70	18 849,83
TILIKAUDEN VOITTO	3 846,64	15 254,82	58 088,27

## Liite 2. Tase 2013-2015

TASE	30.4.2015	30.4.2014	30.4.2013
VASTAAVAA			
PYSYVÄT VASTAAVAT			
Aineelliset hyödykkeet			
Koneet ja kalusto	6 026,05	2 642,00	222,46
PYSYVÄT VASTAAVAT	6 026,05	2 642,00	222,46
VAIHTUVAT VASTAAVAT			
Vaihto-omaisuus			
Valmiit tuotteet	70 800,01	68 816,72	75 636,51
Saamiset			
Pitkäaikaiset			
Muut saamiset	74,00	0,00	0,00
Lyhytaikaiset			
Lainasaamiset	0,00	0,00	15 000,00
Myyntisaamiset	4 100,00	17 559,21	35 279,17
Muut saamiset	4 309,37	1 432,00	0,00
Siirtosaamiset	2 589,25	1 172,70	4,37
Rahat ja pankkisaamiset	34 663,29	50 873,39	72 390,79
	45 661,91	71 037,30	122 674,33
VAIHTUVAT VASTAAVAT	116 535,92	139 854,02	198 310,84
	122 561,97	142 496,02	198 533,30
VASTATTAVAA			
OMA PÄÄOMA			
Osakepääoma	2 500,00	2 500,00	2 500,00
Edellisten tilikausien voitto	93 139,46	77 138,91	93 975,57
Tilikauden voitto	23 956,94	35 186,55	77 045,34
	119 596,40	114 825,46	173 520,91
VIERAS PÄÄOMA			
Lyhytaikainen			
Ostovelat	868,60	7 126,19	1 833,20
Muut velat	2 096,97	20 544,37	8 797,39
	2 965,57	27 670,56	14 381,80
VIERAS PÄÄOMA	2 965,57	27 670,56	25 012,39
	122 561,97	142 496,02	198 533,30

### Liite 3. Haastattelupohja

#### Haastattelupohja

- Yrityksestä ei ole nostettu palkkatuloja. Osakkaiden työn määrä tulisi arvioida tilinpäätösoikaisuja varten.
- Alan tilanne ja tulevaisuuden näkymät, miten niihin ollaan varauduttu?
- Yrityksen kilpailijat ja kilpailuetu.
- Rakentaminen Suomessa nyt ja tulevaisuudessa.

#### Arviot seuraavista:

##### Osinkoperusteinen malli:

- Oleellisin osa on arvioida tulevan tulevien vuosien (nettovarallisuuden) kehitystä. Osingonjakopolitiikka yrityksessä.

##### Vapaan kassavirran malli (FCF):

- Olennaista on liikevoiton tuleva kehitys 2016-2018, jonka jälkeen arvioidaan keskipitkän aikavälin kasvu%. Arvioita liiketuloksen kehityksestä + arvioitu kasvu vuosille 2019-2020?
- Muiden kaavan kohtien arviot, joista oleellisin on käyttöpääoman muutos jossa verrataan edellisvuoden vastaavia lukuja vaihto-omaisuuden, myyntisaamisten ja ostovelkojen osalta. Poistot ja muut pienet erät eivät vaikuta oleellisesti mallin antamiin tuloksiin, mikäli yrityksellä ei ole investointeja suunnitteilla.

##### Lisäarvomalli

- Oleellisimmat arviot on osakekohtainen tulos tulevilta vuosilta, sekä pitkän aikavälin osingonjakotavoite. Pitkän aikavälin osingonjakotavoitteella tarkoitetaan osuutta voitosta, joka jaetaan osinkoina.