

DigiTili2020

Teemana rahoituskohteen kannattavuuden ja arvon arviointi

ERKKI KYTÖNEN

DigiTili2020

Seuraavassa tarkastellaan joitakin rahoituskohteiden arviointiin liittyviä näkökohtia toisaalta orgaaniseen kasvuun tähtäävien investointien ja toisaalta yrityskauppojen näkökulmasta. Aluksi luodaan lyhyt katsaus siihen, miten investointien kannattavuutta voidaan arvioida investointilaskelmien avulla, samoin kuin rahoitusrakenteeseen ja siihen liittyvään rahoitusriskiin, sekä siihen miten yrityksen arvo voidaan määritellä yrityskauppatilanteessa.

Johdanto

Yritykset tavoittelevat **kannattavaa kasvua** ja arvioivat mahdollisuuksiaan rahoittaa kasvu. Yritys voi kasvaa joko ns. orgaanisesti tekemällä kapasiteettia kasvattavia uusinvestointeja (vrt. uusintainvestoinnit) tai **yrityskauppojen** avulla ostamalla toisia yrityksiä. Niin sanotun ”**kultaisen säännön**” mukaan turvallinen tapa kasvaa on mitoittaa kasvuprosentti kokonaiskannattavuuden tasolle. Näin tulorahoitusta riittää myös investointien maksuun, joten ulkopuolista rahoitusta tarvitaan vähemmän.

Investointi- ja rahoitussuunnittelun voidaan todeta liittyvän **taloushallinnon kokonaisuudessa** lähinnä yrityksen toimintaprosessin suunnitteluvaiheeseen, mutta myös päätöksenteko ja seurantavaiheeseen. Suunnittelulaskelmia laaditaan päätöksenteon tueksi ja seurantaa tehdään, jotta nähdään miten suunnitelmat toteutuvat ja voidaan tehdä tarvittaessa korjaavia toimenpiteitä.

Investointisuunnitteluun liittyvät päätökset heijastuvat taseen **omaisuuseriin** (erityisesti pysyviin vastaaviin, ts. käyttöomaisuuteen) ja rahoitussuunnittelun osalta taas taseen **pääomiin** (omaan ja vieraaseen pääomaan). Sikäli kun puhutaan pitkäaikaisesta suunnittelusta, kohteena ovat taseen yläosan erät. Lyhytaikaiset päätökset heijastuvan taseen alaosaan.

Suunnittelun ja päätöksenteon tavoitteena on **yrityksen arvon** kasvattaminen (rahoitusteoriassa omistajan varallisuuden arvon maksimointi). Arvo voidaan määritellä mm. **substanssiarvona**, **yritysarvona** tai **markkina-arvona**. (Näiden tarkasteluun palataan myöhemmin.)

Osakeyhtiölaissa (I OSA, 1 luku, 5§) esitetty yhtiön toiminnan tarkoitus **voiton** tuottamisesta osakkeenomistajille (<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>)

On huomattava, että arvoon vaikuttavat mitattavissa olevien tekijöiden lisäksi monet ei-mitattavissa olevat tekijät, kuten yhtiön ja sen johdon maine, avoimuus, hyvä hallintotapa (*corporate governance*), jne.

Erilaisten suunnittelulaskelmien tekeminen on lähinnä *controller*-toimintaa (voi olla myös laskentapäällikön nimikkeellä), rahoituksen hankinta (ja rahoitusmarkkina-osaaminen) taas ns. *treasury*-toimintaa (voi olla rahoituspäällikön nimikkeellä). Molemmat edellä mainitut toimivat talousjohtajan alaisuudessa (CFO, *Chief Financial Officer*), jonka asemaa usein luonnehditaan toimitusjohtajan oikeana kätenä ja sparraajana.

Rahoituskohteena uusininvestointi

Yritysrahoituksen keskeiset ongelmat liittyvät investointien ja rahoituksen suunnitteluun, samoin kuin voitonjakoon, voiton vs. varallisuuden maksimointiin ja ns. agenttiongelmiin. Oli kyse sitten reaali- tai finanssi-investoinneista, niiden kannattavuusarviointia voidaan suorittaa samoilla periaatteilla.

Uusininvestointien avulla tähdätään **organiseen kasvuun** – ja kannattavaan sellaiseen. Kasvaa voi myös **yrityskauppojen** avulla, jolloin suunnittelu painottuu enemmän arvonmäärityskysymyksiin. Kasvuun (ja liiketoiminnan kehittämiseen yleensä) liittyviä arviointeja löytyy erityisesti sitä varten perustetulta verkkosivulta, ks. <https://seedi.fi/>

Miten investointien kannattavuutta voidaan arvioida omana projektinaan? Yksittäisen investoinnin kannattavuuden arvioinnissa keskeistä on saattaa eri ajankohtiin ajoittuvat maksut vertailukelpoiseen muotoon. Varsinkin jos on valittava erilaisista vaihtoehdoista, niiden saattaminen vertailukelpoiseen muotoon korostuu.

Investointiprojektin **kannattavuuden** arviointiin voidaan käyttää esimerkiksi **nykyarvomenetelmää** tai **sisäisen korkokannan menetelmää**. **Takaisinmaksuajan** menetelmä sopii paremmin **rahoitusvaikutusten** arviointiin, sillä se ei ota huomioon aikatekijää eikä takaisinmaksuajan jälkeisiä kassavirtoja.

Ensiksi mainittujen kahden menetelmän kohdalla otetaan huomioon investoinnin ajallinen ulottuvuus diskonttaamalla tulevat nettotulot nykyhetkeen. Nykyarvomenetelmässä hankintamenoa verrataan nettotulojen nykyarvoon. **Mikäli erotus on positiivinen, investointi tuottaa yli tuottotavoitteen.**

Sisäisen korkokannan menetelmässä puolestaan verrataan investoinnin tuottoa (sisäistä korkoa) tavoitetuottoon (laskentakorkoon). **Mikäli tuotto saavuttaa vähintään tavoitetuoton tason, investointia voidaan suunnitteluarvojen perusteella pitää perusteltuna.** Kun kassavirrat on arvioitu, laskelmat voidaan suorittaa Excelillä tai laskureilla (esim. <http://www.calkoo.com/?lang=5&page=>). Haasteelliseksi arvioinnin tekee tulevien kassavirtojen

epävarmuus ja laskentakoron määrittäminen. Yleensä laskentakorkona käytetään painotettua pääomakustannusta (*Weighted average cost of capital, WACC*).

Lisäksi on hyvä muistaa tarkastella **käyttöpääoman lisätarpeen** huomioon ottamisen vaikutusta kannattavuuteen. **Nettotulona** voidaan käyttää **investointikohtaista käyttökatetta**. Sen muodostuminen voidaan esittää joko yksikköhinnoin tai muodossa **yksikköhinta x lukumäärä**.

Investoinnin kannattavuutta on tärkeää tarkastella siihen vaikuttavien tekijöiden muutosten osalta. Ensiksikin minkä tekijöiden muutoksille se on kaikkein herkin (**herkkyysanalyysi**). Tarkoituksena on selvittää kannattavuuden kannalta tärkeimmät tekijät (prioriteettijärjestys).

Ratkaistava herkkyysjärjestys on aina projektikohtainen (siis laskettava aina erikseen). Millaiseksi sen voisi odottaa muodostuvan (minkä tekijän suhteen kannattavuuden voisi olettaa olevan herkin)? Yleensä kannattavuus on herkin myyntihinnan ja välittömien palkkojen suhteen, mutta myös myyntimäärä ja kiinteät kustannukset ovat merkittäviä kannattavuuteen vaikuttavia tekijöitä.

Ns. **kriittisten arvojen menetelmän** tarkastelulla selvitetään kunkin kannattavuuteen vaikuttavan tekijän osalta ns. **kannattavuuskynnyksen mukainen arvo**, ts. arvo, jolla **kannattavuus on juuri tavoitetasolla** (*Break even –piste*).

Koska laskentakorko ilmaisee kannattavuuden tavoitetasoa, investoinnin tuoton (sisäisen koron) tulee olla vähintään tällä tasolla. Lisäksi on hyvä tarkastella, paljonko kukin kannattavuustekijä voi muuttua suunnitellusta, jotta ollaan vielä kannattavuuden tavoitetasolla (lasketaan ns. **varmuusmarginaalit**).

Rahoitusrakenteen suunnittelu

Mikäli investointiprojektin kannattavuus- ja muut ehdot täyttyvät ja investointi päätetään toteuttaa, seuraavana ongelmana on tutkia sen vaikutusta **rahoitusrakenteeseen**. Mikäli **sisäinen rahoitus** (tulorahoitus) ei riitä, joudutaan miettimään, käytetäänkö **ulkoisena rahoitusmuotona omaa vai vierasta pääomaa**.

Nyt huomio kiinnittyy velan käyttöön ja siihen liittyvään **riskiin**. Kun pääomarakenne saadaan suunniteltua, arvioidaan **rahoituslähteiden** käyttöä (josta enemmän ensi kerralla).

Vieraan pääoman vipuvaikutus (*financial leverage*) tarkoittaa vieraan pääoman käytöllä **omalle pääomalle vivuttavaa lisätuottoa** (yli koko pääoman tuoton). Mikäli koko pääoman tuotto on hyvä, velkaisuuteen liittyvä riski on matala, mutta kasvaa, kun kannattavuus heikkenee.

Pääomarakenteen valintaan vaikuttaa, paljonko riskiä halutaan ottaa. Tähän taas vaikuttaa näkemykset tulevasta markkinakehityksestä (joka heijastuu tulevaisuuden kannattavuuteen).

Seuraavaksi voidaan tarkastella velan ja oman pääoman määrän (rahoitusrakenteen) vaikutusta **rahoitusriskiin** ja **omistajan saamaan tuottoon (ROE)**. Pääomarakenne vaikuttaa vain velan korkoihin ja verotettavaan tuloon ja siten myös oman pääoman tuottoon (myös **koko pääoman tuottoon (ROA)** verojen jälkeen).

Jos oletetaan, että taseen loppusumma on 500 000 €, ja velan osuus siitä on 60 %, ts. 300000, joten omaa pääomaa oli 200 000 euroa. Jos lisäksi oletetaan, että tulos korkojen ja verojen jälkeen (nettotulos) on 28000 euroa (omistajalle jäävä osuus), **oman pääoman** tuotto prosentiksi muodostuu 14 % ($28000/200\,000 * 100$).

Tuottoa **koko pääomalle** verojen jälkeen jää 8,6 % ($(28000+15000)/500\,000 * 100$). Oman pääoman tuoton ja koko pääoman tuoton välinen ero kertoo, paljonko **omalle pääomalle on saatu lisätuottoa** (yli koko pääoman tuoton) käyttämällä vierasta pääomaa (tässä siis 5,4 %-yksikköä).

Tämä voidaan laskea myös kaavalla ($ROE = ROA + [(ROA - r) \times V/O]$). Kaavan avulla voidaan tehdä tulkintoja riskistä ja oman pääoman tuottoon vaikuttavista tekijöistä, ts. miten kokonaiskannattavuus (ROA), pääomarakenne (V/O), korkokustannukset (r) siihen vaikuttavat.

Erilaisilla pääomarakenteita tarkastelemalla voidaan osoittaa, että mitä enemmän velkaa, sitä suurempi velan vipuvaikutus ja siis oman pääoman tuotto (niin kauan kuin ns. positiivisuusehto täyttyy, ts. **ROA > vpo:n kustannukset**).

Erityisesti kannattaa korostaa **velkaantumiseen liittyvää riskin** huomiointia. Jos **kokonaiskannattavuus laskee** voimakkaasti, edellä mainittu positiivisuusehto ei ehkä enää toteudukaan, jolloin vipuvaikutus vaikuttaa negatiivisesti (ja oman pääoman tuotto jää alle koko pääoman tuoton). Näin kävisi, jos kokonaiskannattavuus jäisi alle korkokustannusten (esim. ROA=4%, i= 5%).

Rahoitusrakennetarkastelua voidaan laajentaa arvioimalla sen vaikutusta yrityksen arvoon (joka tärkeä näkökulma niin yrittäjän kuin sijoittajankin näkökulmasta). Yrityksen toiminnan tavoitteenahan on viimekädessä omistajan varallisuuden arvon maksimointi. Odotukset kannattavuuden kasvusta heijastuvat odotettujen kassavirtojen kasvuun ja siten niiden nykyarvon kasvuun. Toisaalta kasvavat tuotto-odotukset nostavat diskonttokorkoa, joka alentaa kassavirran nykyarvoa (=yrityksen arvoa).

Rahoitusteoriassa osoitetaan, että jos **markkinat olisivat täydelliset**, ts. informatiivisesti tehokkaat, rahoitusrakenne ei vaikuta yrityksen arvoon. Tilanne on toinen, jos asiaa tarkastellaan **verollisessa taloudessa** ja/tai otettaessa huomioon **informaation epäsymmetrisyyteen** liittyvät ns. **agenttikustannukset** tai velkaantumisen kasvattamiseen liittyviin **konkurssikustannukset** (jotka molemmat kasvavat, kun velkaantuneisuus lisääntyy).

Verojen yrityksen kokonaisarvoa lisäävä vaikutus liittyy korkojen vähennyskelpoisuuteen (siitä syntyvän **veroedun** johdosta). Niin sanotun **trade-off – teorian** mukaan yritysjohto hakee tasapainoa veroedun ja mainittujen kustannusten suhteen, jolloin pääomarakenne optimoituu.

Mainittuihin konkurssikustannuksiin liittyen voidaan todeta, että korkea velkaantumisaste lisää rahoitusriskiä (todennäköisyyttä ajautua konkurssiin). Kun todennäköisyys kasvaa, sijoittajat arvostavat tällaisen yrityksen alemmas kuin jos todennäköisyys on pieni. Jos yritys oikeasti ajautuisi konkurssiin, välittömiä konkurssikustannuksia olisivat erilaiset konkurssipesän selvitykseen liittyvät kustannukset, välillisiä taas voi syntyä omaisuuden realisoimisesta.

Omistajien ja velkojien käytössä olevan informaation erojen voidaan todeta aiheuttavan **agenttikustannuksia** (eri osapuolten välisiä sopimuksia tarkastellaan agenttiteorian avulla). Kustannuksia aiheuttaa vähemmän informaatiota omaavan vaatima enemmän informaatiota omaavan toimien valvonta.

Esimerkiksi velkoja voi joutua valvomaan, että johto tai omistajat eivät jaa itselleen osinkoja velkojan edun vastaisesti, tai ota uutta velkaa vanhoja velkojia paremmin ehdoin, tai johto esittää suunniteltavan investoinnin todellista riskiä vähempiriskisenä, tai käyttää saadun lainan eri kohteeseen kuin on sovittu, tai ei toteuta velkojien asemaa parantavia investointeja. Rahoittaja voi alentaa riskiään sopimalla johdon kanssa ns. **kovenanttien** käytöstä (lainojen erityisehdoista).

<https://lindblad.fi/kovenantti/>

Edellä todettiin, että agenttikustannukset johtuvat epäsymmetrisestä informaatiosta. Johdon voidaan ajatella **signaloivan** sijoittajalle mm. pääomarakenteen avulla. Korkealla velkaantumisasteella voidaan signaloida hyvästä menestyksestä (kannattavuudesta) ja yrityksestä hyvänä sijoituskohteena (vrt. oman pääoman tuotto vs. riski). Menestyksestä voidaan signaloida myös sillä, että lainaa saadaan edullisin ehdoin markkinoilta (lainaemissio tai osingon kasvattaminen).

Mikäli sijoittaja reagoi signaaleihin odotetulla tavalla, velkaisuusasteen ja yrityksen arvon välillä on todettu positiivinen yhteys. Jos yritys joutuu turvautumaan osakeantiin, tämä voi olla huono signaali sijoittajalle.

Pääomarakennetta on selitetty myös ns. *Pecking order* –teorian (”nokkimisjärjestys-”) avulla. Sen mukaan investoinnit rahoitetaan ensisijaisesti tulorahalla, seuraavana yrityksen kannalta edullisin ja vähäriskisin ulkoisen rahoituksen muoto on vieras pääoma (rahoittaja yleensä turvaa saamisensa). Seuraavana tulevat ns. välirahoitus (oman ja vieraan pääoman välimuoto) ja viimeisenä maksullinen osakeanti.

Vastoin signaalointiteorian oletuksia, *Pecking order* –teoria olettaa, että hyvän tulorahoituksen omaava yritys **ei käytä velkaa koska se ei sitä tarvitse**. Tämä ei kuitenkaan ole aina sijoittajan/omistajan edun mukaista, ts. johto ei hyödynnä vieraan pääoman vipuvaikutusta oman pääoman tuoton lisäämiseksi. Ja toisaalta vanha sanonta ”liika raha laiskistaa”, saattaa tietyissä tilanteissa pitää paikkansa. Tietyissä strategisissa tilanteissa voi kuitenkin olla perusteltua kerätä ns. **strategista kassaa**, kuten kasvuun yritysoston tai laajennusinvestoinnin avulla. Rahoitusrakenteeseen vaikuttaa myös se, millaista omaisuutta (vaihto- vai käyttöomaisuutta) rahoitetaan ja millä toimialalla yritys toimii (onko kasvu- vai arvoala).

Pääomarakennetarkastelun lopuksi voidaan todeta, että käytännössä siihen vaikuttavat yrityksen muut strategiset ratkaisut (kasvuinvestoinnit, osingonjakopolitiikka, strateginen kassa), ja rakenne muotoutuu kaikkien eri päätösten yhteisvaikutuksesta.

Rahoituskohteen arviointi yrityskaupan yhteydessä

Toiminnan tuloksellisuuden arviointi ja arvonmääritys

Edellä tarkasteltiin rahoituskohteen arviointia kasvuinvestointien yhteydessä. Jos yrityksen kasvu ollut kannattavaa ja rahoitusongelmat saatu ratkaistua, jossain yrityksen elinkaaren vaiheessa voi myös sen myynti tulla ajankohtaiseksi. Ennen myyntiä yritys olisi saatava myyntikuntoon, jolloin tulee arvioitavaksi **toiminnan tuloksellisuus** ja miten se heijastuu **yrityksen arvoon** tulevaisuudessa.

Toiminnan tuloksellisuuden arviointi

Toiminnan tuloksellisuutta voidaan arvioida tilinpäätösanalyysin keinoin. Tunnuslukuista ja niiden tulkinnasta löytyy tietoa mm. *AlmaTalentin* tunnuslukuoppaasta, ks.

https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas?_ga=2.118133455.773510855.1578821472-1106557195.1466064104

Aluksi on tärkeää hahmottaa **tilinpäätösanalyysiprosessin kulku**; oikaistun tilinpäätöksen laatiminen, mittauskohteiden valinta ja niille sopivat mittarit. Sitten lasketaan tunnusluvut ja arvioidaan mitä ne kertovat yrityksen toiminnan menestyksellisyydestä. Lisäksi voidaan pohtia, miten yrityksen menestyksellisyyttä voitaisiin parantaa ja ennakoida yrityksen tulevaa kehitystä.

Oikaistu tilinpäätös voidaan laatia **Yritystutkimus ry:n** esittämän laskelman mukaisesti. On hyvä muistaa, että tilinpäätös on **suoriteperusteinen** laskelma – kaikkia sinne kirjattuja tuloja ja menoja ei ole vielä saatu kassaan tai lähtenyt kassasta (tuloslaskelmassa tilikauden tulot (=tuotot) ja menot (=kulut)). Tuloslaskelmasta ja tase-erien muutoksista voidaan laatia kassaperusteisia laskelmia, kuten **kassavirtalaskelma** (tase-erien muutosten avulla), joiden avulla voidaan arvioida tulorahan riittävyttä ja eri rahoitusmuotojen käyttöä (vrt. kassabudjetti tai rahoituslaskelma). Yrityksen ajautuessa talousongelmiin, kyseessä viimekädessä yleensä **kassakriisi** (ks. Skaalan tapaus: <https://www.rakennuslehti.fi/2017/08/myos-tyoelakeyhtio-varma-hakee-skaalaa-konkurssiin/>)

Jotta **toiminnallinen tulos** osataan selvittää, pitää tuntea käytettävän aineiston yhteydet **kirjanpitoon, tilinpäätökseen** sekä **tulos- ja verosuunnitteluun**. Tämä on tarpeen, jotta osataan tehdä aineistoon tarpeelliset **oikaisut** – ja että laskettavat tunnusluvut antavat oikean kuvan yrityksen taloudellisesta menestyksestä. Tästä näkökulmasta on erityisen tärkeää osata määrittellä ns. **oikaistu tulos (=nettotulos)**.

Toisaalta on hyvä tuntea sitä suunnittelua ja päätöksentekoa, jonka vaikutukset näkyvät taseen luvuissa. **Investointipäätökset** heijastuvat käyttöomaisuudessa (taseen vastaavaa puolen yläosassa – miten hyvin onnistuttu suunnittelemaan ja toteuttamaan kannattavia investointeja). Taseen vastattavaa puolen luvuissa heijastuu puolestaan **rahoitusrakenneratkaisujen** onnistuneisuus (em. investointien rahoittamiseksi). Ja sitten vielä **likviditeettihallintopäätösten** vaikutus taseen alaosan eriin (vaihtuviin vastaaviin ja lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan). Täältä arvioidaan maksuvalmiutta – huomaa tämän ero maksukykyyn ja sen arviointiin!

Mikäli kaikki tilikaudelle kuuluvat menot ja tulot olisivat oikeilla tilikausilla, oikaisutarvetta ei olisi. Jos yritys on kuitenkin järjestellyt tulostaan esim. tekemällä ylipoistoja tai vapaaehtoisia varauksia (tai vähentänyt aiemmin tehtyjä), näiden vaikutus pitää eliminoida (muuten tulos ja sen myötä kannattavuus näyttää todellista pienemmältä tai suuremmalta).

Ainakin **tulosten tulkintavaiheessa** (varsinkin jos tulokset näyttävät ”oudoilta”), kannattaa olla tietoinen sellaisista asioista kuten:

- arvonkorotukset (miten huomioidaan?)

- omaisuuden arvostus (todelliset arvot liitetiedoista)
- liikearvo (mikä riski liittyy?)
- onko välillisten kulujen lisäksi kirjattu välittömiä kuluja varaston hankintamenuun? (jos on, siirretään tuloslaskelmaan)
- onko eläkevastuuvajausta? (ja onko se muuttunut?)
- onko liisattua omaisuutta? (huom. vertailukelpoisuus)
- laskennallinen verovelka vieraaksi pääomaksi (tilinpäätössiirtojen kertymä x 20 %)
- onko palkkoja riittävästi kuluina (onko yrittäjän työpanosta vastaavasti)
- onko tilikausi 12 kk?
- vastaako yrittäjä toiminnasta koko omaisuudellaan?

Eri mittauskohteiden kohdalla on ensin hyvä miettiä, mitä ne käsitteenä tarkoittavat ja miten niitä voidaan mitata.

Kannattavuuden arviointi

Investointilaskelmien yhteydessä **kannattavuus** määritellään **investoinnin sisäiseksi koroksi**, joka on investointilaskelman diskonttokorko ja tarkoittaa **investoinnin tuotto prosenttia** (vrt. laskentakorkoon, joka tarkoittaa investoinnin tavoitetuottoa).

Tilinpäätöksestä voidaan laskea **tuotto prosentteja** eri näkökulmista investointien onnistuneisuuden arvioimiseksi. Sekä omistajan että vieraan pääoman rahoittajan näkökulmaa edustaa **koko pääoman tuotto prosentti** (*Return on Assets*, ROA), tai vähän suppeampi versio **sijoitetun pääoman tuotto prosentti** (*Return on Investments*, ROI). Omistajan näkökulmaa (ja sijoittaja-) taas edustaa **oman pääoman tuotto prosentti** (*Return on Equity*, ROE). Lukujen osoittajaan tulee mainittuja pääomia vastaavat tulokset ja nimittäjään pääoma (kahden vuoden keskiarvo).

Kannattavuusarvioinnin kohdalla hyvä muistaa, että **vieraan pääoman käytön tehokkuutta** voidaan arvioida ROE:n ja ROA:n erotuksena (**vieraan pääoman vipuvaikutus**). Pääsääntönä on, että oman pääoman tuoton pitäisi olla koko pääoman tuottoa korkeampi (ero on juuri mainittua vipuvaikutusta). Tämä toteutuu, jos ROA on vieraan pääoman kuluprosenttia suurempi (ehtona vipuvaikutuksen positiivisuudelle). Koko pääoman käytön tehokkuudesta kertoo puolestaan pääoman kiertonopeus, joka saadaan jakamalla liikevaihto sitoutuneella pääomalla.

Voidaan todeta, että jos yritys on kyllin kannattava, se voi ottaa enemmänkin lainaa. Tällöin **vieraan ja oman pääoman suhde** toimii ikään kuin ”**vipuvartena**”, jolla on vääntövoimaa sitä enemmän

mitä pitempi se on. Tähän sisältyy myös **suuri riski!** Jos pääomaa ei saada tuottamaan edes vieraan pääoman kustannusten verran, ollaan ongelmissa. Vipuvaikutus toimii oman pääoman tuottoa alentavasti yhtä voimakkaasti kuin se toimisi tulosta nostavasti (vaarana menettää koko oma pääoma).

Kannattavuuden kohentamistoimenpiteitä voidaan tarkastella tuloslaskelman ja/tai taseen näkökulmasta. Tuloslaskelmaan kohdistuvia toimenpiteitä voidaan kutsua ”**kulujahdiksi**”. Tarkastellaan mitä pitäisi tehdä kulujen karsimiseksi ja toimintojen tehostamiseksi (voidaan aloittaa yt-neuvottelut, huonokatteisten tuotteiden ja asiakkaiden karsinta (huom. asiakaskannattavuus)). **Tietysti vielä parempi olisi saada tuotteita myytyä enemmän hyvillä katteilla.**

Tasepuolen tarkastelussa ja sen lukuihin kohdistuvien toimenpiteiden yhteydessä voidaan puhua ”**taseen siivoamisesta**”. Tällöin käydään omaisuuserät läpi ja miettiä, miten huonotuottoisesta omaisuudesta päästäisiin eroon (mahdollisimman hyvään hintaan). Jos omaisuutta saadaan myytyä hyvään hintaan, lainoja voidaan maksaa pois, jolloin myös vakavaraisuusluvut paranevat (seuraavassa omavaraisuusaste). Tai käytetään investointien rahoittamiseen, ts. ei tarvita uutta ulkopuolista rahoitusta (tai pidetään strategista kassaa tai maksetaan ulos osinkoina).

Erilaisten toimenpiteiden aikaansaamia kannattavuusvaikutuksia voidaan havainnollistaa ja arvioida ns. **duPont** –analyysin avulla. Kannattavuuteen vaikuttavia toimenpiteitä voidaan tarkastella toisaalta tulosvaikutteisten erien (tuottosuhteen) ja toisaalta tase-erien (pääoman kiertonopeuden) näkökulmista.

Ulkopuolisen analyysintekijän näkökulmasta voidaan arvioida vain, mitä päätöksiä **johto** mahdollisesti tekee tai pystyy tekemään (voi ilmoittaa niistä yhtiökokouksessa – tavoitteet mm. tunnusluvuille ja miten niihin aiotaan päästä – ks. esim. UPM,

<http://assets.upm.com/Investors/2018/Q1%202018%20esitys%20FINAL.pdf>

Yrityksen omasta näkökulmasta tarkasteltuna, tietoa on enemmän tarjolla. Tällöin voidaan esim. **herkkyysanalyysin** avulla arvioida miten eri tuotto- ja kuluerien (tai ehkä tässä paremminkin tulo- ja kustannuserien – voidaan tarkastella jopa yksikkökohtaisen tulojen ja kustannusten tasolla) muutokset vaikuttavat kannattavuuteen (siis minkä tekijöiden suhteen tulos on ”herkin” – joihin sitten pyritään vaikuttamaan).

Vakavaraisuuden arviointi

Taseen vahvuutta voidaan arvioida mm. **omavaraisuusasteen** avulla (mittauskohteena tällöin **vakavaraisuus**, ja sen **staattinen**, ts. taseesta mitattu ominaisuus). Se kertoo, kuinka paljon kokonaisvarallisuudesta on omaa pääomaa. Siitä näkyy myös strategisten rahoituspäätösten seuraukset (rahoitusrakenne) ja olisiko sitä tarpeen muuttaa. Mikäli yrityksen toiminta on hyvin kannattavaa, isokaan velkataakka ei ole ongelma (omavaraisuusaste voi olla matala).

Vakavaraisuutta voidaan arvioida myös ns. **dynaamisesta näkökulmasta** – siis miten **tulorahoitus** riittää **vieraan pääoman takaisinmaksun** hoitamiseen. Tulorahoitusta mitataan tällöin **rahoitustuloksen** avulla. Sitä laskettaessa nettotulokseen lisätään poistot ja arvonalentumiset (jotka eivät edusta kassastamaksua, vaan ovat tuloslaskelmassa laskennallisia kulueriä). Tässä arvioidaan, miten suuri osuus lainoista voitaisiin haluttaessa maksaa rahoitustuloksella (tai kuinka monta tuollaista tulosta tarvittaisiin lainojen maksuun – ts. lasketaan lainojen takaisinmaksuaika vuosina).

Maksuvalmiuden arviointi

Koska **vieraan pääoman takaisinmaksukyvyyn** tunnusluvussa keskeisenä tekijänä on nettotulos ja vieras pääoma, lukuun voidaan vaikuttaa osin samoin toimenpitein kuin mitä edellä kannattavuuden kohdalla todettiin. Luvussa **rahoitustulos mittaa rahan riittävyttä**, ja sitä käytetäänkin myös ns. **dynaamisen maksuvalmiuden** (maksukyvyyn) mittaamiseen.

Aiemmalla tarkastelulla (kannattavuus ja vakavaraisuus) saatiin katettua taseen yläosa (käyttöomaisuus ja pääomarakenne). Nyt huomio kohdistetaan sen alaosaan, ts. **likvideihin varoihin** (vastaavaa) ja **lyhytaikaisiin velkoihin** (vastattavaa). Näitä lukuja tulkittaessa on muistettava niiden lyhytaikaisuus (ja vaihtelu tilikauden aikana) ja toimialan vaikutus.

Näiden lukujen taustalla vaikuttavat **likviditeettihallinnon suunnittelu ja päätöksenteko**. Tasetarkastelu voidaan yhdistää maksuvalmius -käsitteeseen, joka edustaa staattista näkökulmaa. Dynaamisessa näkökulmassa puolestaan on kyse maksukyvyistä – siis miten tulorahoitus riittää menojen kattamiseen (voidaan arvioida **rahoitustulosprosentin** avulla ja/tai **kassavirtalaskelmasta** (tai rahoituslaskelmasta). Näistä nähdään, miten hyvin tulot riittävät kattamaan operatiiviset kassastamaksut, ja montako prosenttia siitä jää jäljelle ao. maksujen jälkeen.

Staattista maksuvalmiutta voidaan mitata **Quick ration** ja **Current ration** avulla, ts. mikä on rahoitus- tai vaihtuvien vastaavien suhde lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan (miten lyhytaikainen omaisuus on rahoitettu tai miten lyhytaikainen omaisuus riittää kattamaan lyhytaikaisen vieraan pääoman).

Likviditeettihallinnon tehokkuutta voidaan mitata mm. **käyttöpääomaerien kiertoaikojen** avulla. Niiden voidaan todeta sopivan paremmin yrityksen sisäiseen käyttöön (myyntisaamisten takana luottohallinto, ostovelkojen takana omien maksujen hallinta, vaihto-omaisuuden takana varastohallinto).

Likviditeettihallinnon kokonaistehokkuutta voidaan mitata siihen kehitetyllä **yhdistelmäluvulla**. Se mittaa rahan kertymisaikaa kassastamaksusta kassaanmaksuun. Ns. *Cash conversion cycle* (CCC) saadaan laskemalla yhteen varaston ja myyntisaamisten kiertoaika ja vähentämällä siitä ostovelkojen kiertoaika. Koska varaston kiertoaikaa ei voida laskea virallisesta tilinpäätöksestä (siellä ei näy muuttuvia kuluja), voidaan laskea samalla tavalla käyttäytyvä mittari – *Net trade cycle* (NTC) – käyttämällä käyttöpääomaerien euromääräisiä arvoja.

NTC saadaan laskemalla yhteen vaihto-omaisuuden ja myyntisaamisten arvo ja vähentämällä ostovelat. Sitten vielä näin saatu arvo kerrotaan 365:llä ja jaetaan liikevaihdolla. Luku saa sitä matalamman arvon (likviditeettihallinto sitä tehokkaampaa), mitä lyhyempi on kassasta- ja kassaanmaksujen välinen ero (CCC) (tarkemmin ks. <http://thebusinessferret.com/key-financial-metrics/net-trade-cycle/>)

Tarkempi kuva tulorahan riittävydestä ja ulkopuolisen rahoituksen käytöstä saadaan **kassavirtalaskelmasta**. Siinä kassaanmaksuista vähennetään kassastamaksuja niiden tärkeysjärjestyksessä – ensin operatiiviset maksut (saadaan **toimintajäämä**), sitten rahoitukselliset maksut (saadaan **rahoitusjäämä**) ja lopuksi investointimaksut (saadaan **investointijäämä**).

Keskeisenä tilinpäätösanalyysin tehtävänä voidaan pitää sen selvittämistä, mikä edellä mainituista **neljästä** mittauskohteesta (kasvun, kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden osaanalyyseistä) viittaisi suurimpaan riskiin yrityksen ajautumiselle vaikeuksiin, ts. **mikä on sen heikoin lenkki**.

Analyysiä voisi jatkaa ns. **kilpailija- / toimiala-analyysillä**. Lukuja voi verrata toimialalukuihin (joita löytyy mm. TEM:in toimialapalvelusta (ks. kohta Finnveran tilinpäätöstilastot, <https://tem.fi/toimialapalvelu>))

Yrityskaupan yhteydessä on hyvä tarkastella myös yrityksen toiminnan riskisyyttä. Tilinpäätösanalyysin yhteydessä kokonaisriskiä voidaan arvioida ns. **konkurssitunnusluvuilla**, jotka osoittavat kuinka lähellä konkurssia ollaan. Esimerkkinä voidaan mainita **Laitisen Z**, joka muodostuu kolmesta tunnusluvusta ja niille ”estimoiduista” **painokertoimista**. Mitä matalampia arvoja luku saa,

sitä lähempänä likviditeettikriisiä ollaan. Ainakin jos luku jää alle 18 lukeman, hälytyskellojen pitäisi soida! (Alma Talentin sivuilta löytyy edellä mainitun lisäksi myös muutama muu vastaava riskimittari, ks. <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kriisitunnusluvut/kolmenmuuttujan-z-luku>)

Kaikkien edellä tarkasteltujen toiminnan menestyksellisyyttä kuvaavien ominaisuuksien todettiin heijastuvan yrityksen **arvoon**. Niin yrityskauppatilanteessa kuin pörssissäkin yrityksestä maksetaan sitä enemmän, mitä paremmalta sen menestys näyttää nyt ja tulevaisuudessa.

Yrityksen arvon määrittely

Yrityksen arvoa voidaan arvioida tilinpäätösaineistosta käsin. Tällöin on hyvä muistaa, että tilinpäätösanalyysi tehdään historiatiedoista, **kun päätöksentekotilanteessa katsotaan tulevaisuuteen**. Noteeratuilla yrityksillä tulevaisuuden odotukset heijastuvat pörssiyrityksillä niiden **pörssikursseissa**. Muiden yritysten osalta voidaan arvioinnissa käyttää **tulevien kassavirtojen ennusteita** ja laskea niiden nykyarvo kuvaamaan yrityksen arvoa (diskonttokorkona tuottovaatimus =laskentakorko).

Eräänlaisena pohja-arvona voidaan käyttää ns. **substanssiarvoa**, joka saadaan laskemalla taseesta **varat-velat** (tosin tämä sillä edellytyksellä, että tasearvot vastaisivat käypää arvoa – jota ne eivät yleensä tarkasti vastaa). Voidaan myös ajatella, että jos yrityksen omaisuus myytäisiin ja saaduista varoista vähennettäisiin velat, jäljelle jäävä summa edustaa substanssiarvoa (omaa pääomaa).

Kun arvioidaan **toimivan yrityksen arvoa**, se saadaan laskemalla nykyarvo esim. yrityksen tulevista **vapaista kassavirroista (FCF, Free Cash Flow)** tai taloudellisesta lisäarvosta **EVA:sta (Economic Value Added)**.

EVA kuvaa yrityksen tuottamaa **taloudellista lisäarvoa** pääomakustannusten jälkeen – siis sekä vieraan että oman pääoman kustannusten (**WACC, Weighted Average Cost of Capital**). Tätä laskettaessa selvitetään ensin operatiivinen tulos ennen vieraan pääoman kustannusten vähentämistä mutta verojen jälkeen (**NOPAT, Net Operating Profit after Taxes**). Sen jälkeen sijoitettu pääoma (**INCA, Invested Capital**) kerrotaan WACC:lla ja saatu euromääräinen pääomakustannus vähennetään NOPAT:sta. (<http://www.investopedia.com/terms/e/eva.asp>)

Edellä kuvattu tarkastelu tehdään **suoriteperusteisista** luvuista. Kassaperusteista tarkastelua varten voidaan laskea ns. **vapaa kassavirta** korvaamalla poistot investoinneilla ja laskemalla

nettokäyttöpääoman lisäyksen aiheuttama negatiivinen kassavirta.
(<http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/financial-statements/free-cash-flow.asp>)

Arvon määrittämisessä voidaan käyttää ns. **tasaisen kasvun mallia** (esim. jos FCF:n kasvun oletetaan jatkuvan annetulla kasvuprosentilla tasaisesti äärettömän kauas tulevaisuuteen, tällöin kaukana tulevaisuudessa tulevien arvojen nykyarvo lähestyy nolaa – siis niiden paino arvon kannalta vähäinen). Mallia sovellettaessa on huomattava, että se toimii vain, jos WACC on suurempi kuin oletettu kasvu (nimittäjän oltava positiivinen).

Markkina-arvoon liittyvinä lukuina voidaan mainita ns. markkinaperusteiset tunnusluvut, kuten **P/E** ja **P/B**. Case-yrityksenä tarkastellun Marimekon osalta löydät ne mm. Kauppalehden sivuilta, ks. <https://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1142>

Vaikka ao. luvut näyttävät varsin yksinkertaisilta, niihin sisältyy paljon informaatiota. Luvuissa esiintyvän osakkeen hinnan (P) taustalla on paljon sijoittajien ja analyytikoiden tekemää analyysiä (myös tp-analyysiä), kun he pyrkivät arvioimaan osakkeen hintaa.

On kuitenkin hyvä muistaa, että yrityksen arvoon vaikuttavat myös sellaiset tekijät kuin **hyvä hallintotapa, avoimuus, sekä yrityksen ja johdon maine**. Ks. T-Median **mainetutkimus 2017**: <http://t-media.fi/fi/maine-nokia-sai-anteeksi/>

Lopuksi

Edellä kuvattiin yrityksen tilanteen arviointia talouden luvuista käsin (ns. taloudellinen *due diligence*). Nykytilanteen kartoituksen apuna voidaan käyttää viimeisimpiä tilinpäätöstietoja ja skenaarioita tulevasta markkinakehityksestä. Voidaan arvioida, miten riskistä voimakkaan kasvun tielle lähteminen saattaa olla. Lukuja on tärkeää tulkita tavalla, jonka eri osapuolet ymmärtävät. Tulkinnan helpottamiseksi voi laatia erilaisia taulukoita ja graafeja.

Yrityksen elinkaaren eri vaiheissa käytettävissä olevan informaation laatu ja laajuus eroavat. Vasta perustetusta yrityksestä on olemassa vain liiketoimintasuunnitelma ja yrittäjän tarina, joiden pitäisi vakuuttaa sijoittaja tulemaan rahoittajaksi. Tulevaa kehitystä kuvaavat taloudelliset suunnittelulaskelmat ja markkinapotentiaali näyttelevät keskeistä roolia sijoittajan päätöksenteossa. Myöhemmissä yrityksen elinkaaren vaiheissa, kun tietoa toiminnasta on jo kertynyt, menestystä

voidaan seurata tilinpäätösanalyysin keinoin. Tällöin kiinnitetään huomiota erityisesti toteutuneeseen kasvuun, kannattavuuteen, vakavaraisuuteen sekä maksuvalmiuteen ja maksukykyyn. Samalla pyritään ennakoimaan näiden tulevaa kehitystä ja vaikutusta yrityksen arvoon.

On hyvä muistaa, että analyysin hyödyntämisen näkökulmasta on hyvä tuntea niitä suunnitelmia, joihin yrityksen päätöksenteon voidaan ajatella perustuvan – kuten investointien ja rahoituksen suunnittelua, mutta myös likvideettisuunnittelua, joihin liittyvät päätökset heijastuvat taseen luvuissa (tosin myös tuloslaskelman luvuissa). Toisaalta on hyödyllistä tuntea tulossuunnittelun periaatteita. Yrityksellä on yleensä jokin tulostavoite, johon voidaan pyrkiä käyttämällä ns. tilinpäätöksen joustokohtia (kuluvaraston puitteissa). Nämä siis pitäisi osata pääosin eliminoida tilinpäätöksen oikaisujen yhteydessä.

Muistiinpanoja
