

Yrityksen arvonmääritys

Perinteisesti yrityksen arvo lasketaan yrityskaupan, osakeannin tai vähemmistöosuuden lunastamisen yhteydessä. **Ostajan kannalta arvon laskeminen on hyvin tärkeää, koska pitkällä tähtäyksellä kauppahinta tulisi saada takaisin ostetun yrityksen tuottamilla tuotoilla.**

Yrityskaupan lisäksi arvoa käytetään tunnuslukuna kertomaan omistajille, miten heidän sijoituksensa arvo on kasvanut. **Laskennallisen arvon kasvu on myös hyvä peruste ylimmän johdon bonuksille.**

Arvonmäärityksen kohteena voi olla liiketoiminnan arvo tai osakekannan arvo. Ostettaessa vain liiketoiminta mukana ei seuraa velkoja eikä muitakaan vastuita tai velvoitteita. Jos ostetaan koko osakekanta, niin silloin siirtyvät kaikki ostetun yhtiön riskitkin uudelle omistajalle.

Jos ostettavalla yhtiöllä ei ole mitään erityisiä taseen ulkopuolisia riskejä, niin silloin

Osakekannan arvo = Liiketoiminnan arvo + ylimääräinen omaisuus – korolliset velat.

Yrityksen arvon laskentaprosessi

Arvon laskenta perustuu toteutuneisiin ja ennakoituihin tilinpäätöksiin. **Kaikki arvoon vaikuttavat tekijät pyritään näyttämään ennakoituissa tuloslaskelmissa tai taseissa** elleivät ne jo näy riittävällä tarkkuudella toteutuneissa tilinpäätöksissä.

Jos käytämme vain toteutuneita tilinpäätöksiä, niin silloin kyseessä on historiallinen arvonmääritys. Se tehdään analysoimalla ja tarpeen vaatiessa oikaisemalla 3 – 5 viimeisimmän vuoden tilinpäätökset. Analyysien avulla selvitetään erityisesti tehtyjen investointien riittävyys, suhdannekierron vaikutus ja tuottavuuden kehitys, jotta osattaisiin varautua riittävään investointitasoon kaupan jälkeen.

Pienissä yrityksissä, joissa omistajat eivät nosta käypää palkkaa, tulee tilinpäätökset oikaista palkkojen osalta vastaamaan normaalia palkkatasoa. Muutoin yrityksen tulos näyttää aivan liian hyvältä ja sen seurauksena laskennallinen arvo nousee liian suureksi. Oikaisua voidaan tarvita myös pysyvien vastaavien tasearvoihin varsinkin maa-alueiden ja rakennusten kohdalla.

Historiallinen arvonmääritys ei yleensä ole ostajan kannalta riittävä peruste kauppahinnalle. Siksi ostajan tulisi aina ennakoida yhdessä myyjän kanssa lähivuosien tilinpäätökset mahdollisimman tarkasti ja laskea vasta niiden avulla yrityksen arvo. **Tulevien vuosien ennakointi onkin tärkein ja myös vaikein osa arvonmääritystä.**

Pelkän tuloslaskelmaennusteen avulla saadaan vain yrityksen tuottoarvo selville, mutta substanssiarvon ja kassavirtoihin perustuvien arvojen laskeminen edellyttää myös taseen kehittymisen ennakointia. **Yleensä koko tilinpäätöksen ennakointi onnistuu riittävällä tarkkuudella vain mikrolle tehdyn laskentamallin avulla.**

Ennakoidun tilinpäätöksen avulla voidaan ottaa huomioon kaikki yrityksen todelliseen arvoon vaikuttavat tekijät. Jopa sellaistenkin seikkojen kuten ”osaaminen”, ”tunnettu nimi” ja ”hyvät asiakassuhteet” vaikutus arvoon voidaan helposti ottaa huomioon tuloslaskelman avulla, koska niistä kannattaa maksaa vain sen verran kuin ne parantavat yrityksen tulosta.

Toteutuneiden ja ennakoitujen tilinpäätösten lisäksi arvon laskentaan tarvitaan arvio ennustejakson jälkeisten vuosien tulos- tai kassavirtatasosta. Kun kaikki nämä tiedot ovat saatavilla, niin silloin voidaan laskea yrityksen arvo kaikilla tärkeimmillä menetelmillä.

Arvon laskentamenetelmät

Menetelmät luokitellaan laskennan pohjana käytetyn tiedon laadun mukaan eli **perusteena voivat olla tuotot, kassavirrat, substanssit tai vertailuhinnat.**

Tuottoihin perustuvat menetelmät ovat eniten käytettyjä.

Vanhin niistä lienee liiketoiminnan arvoa varsin hyvin kuvaava **3 x Käyttökate.** Tunnetumpi ja myös **eniten käytetty menetelmä on P/E-kertoimeen (Price/Earnings) perustuva osakekannan arvon laskenta.** Laskentakaava on $n \times \text{Nettotulos}$, missä $n=P/E$ ja nettotulos on se osa tuloksesta, joka jää yritykselle eli $\text{Nettotulos} = \text{Liikevoitto} - \text{korot} - \text{liiketoiminnan verot}$.

P/E-kertoimet vaihtelevat paljon toimialoittain riippuen siitä, millaiset kasvunäkymät toimialalla ovat. Pörssiyhtiöiden P/E-kertoimet voidaan laskea päivittäin ja yleensä ne julkaistaankin pörssilistan yhteydessä. Tämän menetelmän suosio perustuu sen yksinkertaisuuteen ja helppoon tulkintaan. Esimerkiksi $5 \times \text{Nettotulos}$ tarkoittaa, että tulostason säilyessä ennallaan yritys ansaitsee itse koko kauppahinnan viidessä vuodessa eli sijoitetun pääoman tuotto on 20 %.

Tarkempaan tulokseen päästään ennakoimalla tulevien vuosien nettotulokset ja laskemalla niiden nykyarvo. Kyseinen nykyarvo on hyvin tarkka arvo osakekannalle. Sen suuruuteen vaikuttaa voimakkaasti diskonttauksessa käytetty korkokanta. **Yleensä laskentakorko saadaan summana Turvallisen sijoituksen tuotto + Toimialan riskilisä,** missä turvallisen sijoituksen tuotoksi katsotaan tällä hetkellä noin 6 %. Toimialan riskilisä vaihtelee välillä 1% – 6 % vakiintuneilla toimialoilla ja voi olla huomattavasti suurempikin uusien Internet- ja e-business-yritysten kohdalla.

Uusin tuottoihin perustuva menetelmä perustuu EVA:n nykyarvoon.

EVA eli Economic Value Added tarkoittaa sitä yrityksen tuottamaa taloudellista lisäarvoa, joka jää jäljelle vähennettäessä vuoden tuloksesta korot (=vieraan pääoman korvaus) ja osakkeenomistajien kohtuullinen tavoitetuotto (=oman pääoman korvaus). Jos yrityksestä maksetaan tulevien vuosien EVA:n nykyarvon verran, niin silloin yritys itse ansaitsee pitkässä juoksussa kokonaan kauppahinnan takaisin ja silti antaa kohtuullisen korvauksen vuosittain omalle ja vieraalle pääomalle.

Kassavirtoihin perustuvat menetelmät soveltuvat hyvin pörssiosakkeiden arvonmääritykseen.

Keskeinen käsite on liiketoiminnan vapaa kassavirta, joka tarkoittaa sitä osaa myyntituloista, joka jää jäljelle, kun kaikki varsinaisen liiketoiminnan kulut on siitä vähennetty.

Jos käytettävissä on kassavirtalaskelma, niin silloin voidaan käyttää kaavaa
Liiketoiminnan vapaa kassavirta = Liiketoiminnan tuotot – liiketoiminnan kulut – liiketoiminnan verot – liiketoimintaan kohdistuneet investoinnit - käyttöpääoman lisäys.

Jos käytettävissä on vain tuloslaskelma ja tase, niin silloin päästään yleensä riittävään tarkkuuteen kaavalla

Liiketoiminnan vapaa kassavirta = Liikevoitto + poistot - käyttöpääoman lisäys – investoinnit – liiketoiminnan verot.

Tulevien vuosien vapaiden kassavirtojen nykyarvo antaa meille liiketoiminnan arvon. Kun siihen lisätään ylimääräinen omaisuus ja vähennetään korolliset velat, niin saadaan osakekannan arvo.

Vapaan kassavirran laskennassa mukaan otetaan vain varsinaiseen liiketoimintaan liittyvät kassatapahtumat. Rahoitukseen ja voitonjakoon liittyviä eriä ei oteta mukaan eikä myöskään sijoitustoimintaan liittyviä eriä. Tästä syystä vapaiden kassavirtojen nykyarvo on erittäin tarkka pelkän liiketoiminnan arvon mittari. Osakekannan arvon laskentaan kaikki muut erät tulevat mukaan korollisten velkojen ja ylimääräisen omaisuuden kautta ja siksi vapaan kassavirran menetelmä soveltuu hyvin myös osakkeen arvon määrittämiseen.

Laskentakorko vapaan kassavirran menetelmässä määritellään samalla tavalla kuin tuottoarvon laskennassakin eli **laskentakorko on turvallisen sijoituksen tuotto + toimialan riskilisa.**

Vapaan kassavirran menetelmän käyttö edellyttää laskentamallin käyttöä, koska siihen liittyy erittäin paljon laskentaa. Ensin täytyy tehdä ennakoituja tuloslaskelmia ja taseita usealle lähivuodelle ja yleensä vielä monilla erilaisilla kasvu- ja tuottavuusoletuksilla. Tuloslaskelmasta ja taseesta saadaan sitten laskennallisesti kassavirtalaskelma. Lisäksi tarkasti ennustettujen vuosien jälkeiselle ajalle täytyy tehdä useitakin arvioita todennäköisistä vuosittaisista kassavirtatasoista. Kaikki kassavirrat joutuu vielä diskonttaamaan nykyhetkeen usealla vaihtoehtoisella laskentakorolla.

Substanssiarvo tarkoittaa yrityksen taseen mukaista nettoarvoa.

Se saadaan vähentämällä yrityksen varoista velat ja verovelka. Substanssiarvo lasketaan aina, koska sitä tarvitaan kauppasopimuksessa ja verovaikutusten laskennassa. **Substanssiarvo on harvoin sama kuin kauppahinta**, koska ostaja on yleensä ostamassa yrityksen tuottokykyä eikä pelkästään yritykseen kertynyttä substanssia.

Substanssiarvo voidaan laskea suoraan virallisesta taseesta, jolloin se on sama kuin verottajan käyttämä matemaattinen arvo. Yleensä kuitenkin substanssiarvo lasketaan oikaistusta taseesta, jolloin se paremmin vastaa yrityksessä olevan varallisuuden käypää hintaa. Oikaistun taseen lukuja käytetään lopullisessa kauppasopimuksessa turvaamaan ostajan asemaa. Tyypillisesti tärkeimpien pysyvien ja vaihtuvien vastaavien erien arvo kirjataan kauppasopimukseen ja kauppahintaa korjataan vastaavasti, jos niiden arvo kaupan jälkeen osoittautuu merkittävästi alemmaksi kuin myyjä on antanut ymmärtää.

Vertailuhintoja saadaan pörssikursseista päivittäin

Lisäksi eri toimialojen P/E-kertoimia julkaistaan myös monissa ammattilehdissä. Vastaavien yrityskauppojen hintoja on jo vaikeampi saada selville, koska niitä ei yleensä anneta julkisuuteen.

Koska tilinpäätökset ovat julkisia asiakirjoja, voidaan helposti hankkia suorien kilpailijoiden tai muiden vastaavien yritysten tilinpäätökset ja laskea niistä vastaavilla olettamuksilla ja menetelmillä vertailuhintoja. Esimerkiksi Suomen Asiakastiedon julkaisemalla cdrommilla on 40 000 suomalaisen yrityksen tilinpäätökset.

Hyvin hyödyllinen ja keskustelua herättävä vertailuhinta saadaan aina laskemalla ostavan yrityksen arvo täsmälleen samoilla olettamuksilla ja menetelmillä kuin ostettavan yrityksenkin hinta. Myös ennakoivia tilinpäätöksiä kannattaa testata vertaamalla niitä ostavan yrityksen vastaaviin ennusteisiin.

Mikä on sopiva menetelmä kussakin tilanteessa?

Kaikkiin menetelmiin liittyy joukko oletuksia, jotka hyvin harvoin ovat yhtä aikaa voimassa yksittäisen yrityksen kohdalla. Tästä syystä eri menetelmät antavat hyvinkin poikkeavia arvoja ja vaikeuttavat siten yhteiseen hintanäkemykseen pääsyä.

Vähemmistöosuuden lunastamishinnan määrittämiseen käytetään yleensä vain historiallista arvonmäärittystä, koska osakas on luopumassa siitä, mitä yritykseen on jo kertynyt eikä aio osallistua enää tulevien tulosten tekemiseen. Tällöin voidaan käyttää arvona taseen mukaista substanssiarvoa eli korvata osakkaalle se, mitä hänen aikanaan on ansaittu. Vaihtoehtoisesti voidaan käyttää viimeisimmän tuloksen mukaista tuottoarvoa eli sitä tuottotasoa, joka on hänen aikanaan saavutettu.

Aloittavan yrityksen arvon voi laskea vain tekemällä riittävän monelle vuodelle tulosennusteet tai kassavirtaennusteet. Erityisesti tällaisessa tapauksessa on

turvauduttava mallilaskentaan, koska koko laskennan mielekkyys ja oikeellisuus perustuu tehtyihin ennusteisiin. Aloittavia yrityksiä ostetaan yleensä vain ”seksikkäillä” toimialoilla, jolloin hinnoittelun pohjana voivat olla vertailuhinnat, jotka ovat joko todellisten kauppojen hintoja tai laskettu toimialan vanhempien menestysyritysten lukuja käyttäen.

Nopeasti kasvavan yrityksen arvon laskenta vaatii myös pitkän aikavälin ennusteita, koska nopea kasvu syö tulosta ja kasvusta aiheutuneet investoinnit vievät vapaan kassavirran negatiiviseksi, joten sitäkään menetelmää ei voi käyttää. Substanssiarvokin on vielä matala kasvavalla yrityksellä. Ainoa ratkaisu on ennakoida tulevaisuutta niin pitkälle, että saavutetaan ”normaali” kasvuvauhti, jolloin tulos ja erityisesti vapaa kassavirta normalisoituu. Arvo lasketaan sitten niiden avulla ja diskontataan nykyhetkeen.

Vanhan ja vakaan yrityksen arvo on yleensä kaikilla menetelmillä samaa kertaluokkaa. Vapaan kassavirran menetelmällä on kuitenkin vaara päätyä liian korkeaan arvoon, koska investoinnit voivat olla alimitoitettut ja siksi vapaa kassavirta on liian suuri.

Miten yritys ”meikataan” myyntikuntoon?

Yrityksen myyntiin kannattaa varautua jo useita vuosia ennen varsinaista myyntihetkeä. Ensimmäinen selvitettävä asia on oman toimialan yrityskaupoissa käytetyt menetelmät, koska tavoitteena on tietysti näyttää positiivista trendiä juuri niiden asioiden osalta, joihin käytetyt menetelmät perustuvat.

Ääriesimerkkinä voi mainita Internet- ja tietotekniikka-alat, joissa kasvu on merkittävin arvon peruste. Kasvun merkittävyyteen löytyy kyllä hyvät perusteet kyseisillä aloilla, mutta **kasvua voi tietysti hankkia myös itsetarkoituksellisesti ostamalla vieraidenkin tuotealueiden yrityksiä ja myymällä tappiolla tai nollakatteella.**

Koska tuottoarvo on yleensä tärkein hinnoitteluperuste, kannattaa tulosta nostaa kaikin keinoin. **Palkkakustannuksia voidaan leikata omistajien osalta merkittävästi**, koska verotuksellisesti on jopa edullisempaa ottaa rahaa ulos osinkoina kuin palkkana. Kaikista pitkän aikavälin kehitystoimista ja henkilöistä voidaan luopua, jolloin lyhytaikaisesti tulos paranee vastaavalla määrällä. Esimerkiksi **yksi kehityshenkilö maksaa kaikkine kuluineen noin 50 000 e vuodessa. Jos hänestä luovutaan ja hinnoittelu tehdään P/E-kertoimella 10, niin yrityksen arvo nousee 500 000 e.** Voi arvata, että irtisanomiskynnys on matala myyntiin valmistautuvassa yrityksessä.

Vapaan kassavirran arvo paranee, jos yritys pidättäytyy investoinneista. Myöskin maltillinen kasvu tai jopa liikevaihdon lasku yleensä nostavat vapaan kassavirran määrää, koska investointeihin ja käyttöpääomaan ei sitoudu rahaa. Hyvin yksinkertaisilla toimilla on mahdollista vapauttaa paljonkin rahaa käyttöpääomasta **Miljoonan euron pudotus tilisaatavissa tai varaston arvossa nostaa yrityksen arvoa 10 me, jos laskentakorkona käytetään 10 %.**

Substanssiarvo on yleensä ehdoton alaraja terveen yrityksen arvolle. **Siksi kannattaa tehdä arvonkorotukset** tai ainakin hankkia arviokirja taseessa olevalle aliarvostetulle substanssille.

Ajallisesti **viimeisin ja myös vaarallisin meikkauskeino on tilauskannan kasvattaminen nollakatteisilla tai jopa tappiollisilla kaupoilla**. Tilauskannan voimakas kasvu antaa perusteet tehdä hyvin positiivisia tulevien vuosien tilinpäätösennusteita, koska kasvuksi voidaan ottaa tilauskannan kasvu ja kannattavuuden voidaan väittää olevan entistä tasoa. Jos yrityksen myynti viivästyy, niin silloin tappiollinen tilauskanta alkaa purkautua ja arvo romahtaa sen seurauksena.

Aikaisemmin ”meikattiin” yrityksen tasetta yliarvostamalla vaihtuvia vastaavia yksinkertaisesti jättämällä epävarmatkin saatavat tilisaataviin ja pitämällä epäkurantitkin tavarat varastojen arvossa. Tämä ei yleensä enää onnistu, koska jokainen ostaja osaa jo vaatia kauppahinnan korjausta tällaisessa tilanteessa.

Ongelmia ja näkökohtia arvonmäärityksessä

Yrityksen voi myydä vain kerran ja kyseessä on yleensä suuri kauppa. Tästä syystä on aihetta epäillä tai ainakin varautua siihen, että kaikki informaatio annetaan antajan tavoitteita edistävässä muodossa. Myyjä yrittää saada hintaa ylös kertomalla positiivisia asioita ja ostaja vastaavasti yrittää nähdä mörköjä joka paikassa.

Hyvin harvoin törmää suoranaiseen valehteluun, mutta **totuuskin voi johtaa harhaan, jos ei kerrota koko totuutta**. Edellä mainittu tilauskannan kasvu on hyvä esimerkki osatotuudesta. Vaikeampana esimerkkinä voi mainita tilintarkastajan ehdottama osavuosikatsauksessa olevan lomapalkkavarauksen kasvusta aiheutuva tulosheikennys. Ennen kesälomia lomapalkkavarauksen kasvu todellakin kasvaa, koska entiset varaukset purkautuvat vasta kesälomien jälkeen. Ehdotus tarkoitti käytännössä, että lomapalkat olisi otettu lähes kaksinkertaisena tulosennusteeseen, mikä palveluyrityksen arvossa olisi merkinnyt todella paljon.

Yleinen virhe on ottaa mukaan kustannuksia kahteen kertaan. Esimerkiksi rahoituskustannukset tulevat helposti mukaan liiketoiminnan arvoon, vaikka liiketoiminnan arvo nimenomaan tarkoittaa liiketoimintaa ilman korollisia velkoja. Myös osakekannan arvoa määriteltäessä rahoitus tulee helposti huomioiduksi kahteen kertaan eli korkoina ja velkoina.

Tuottojakin tulee helposti mukaan kahteen kertaan. Ääriesimerkkinä voi mainita yrityskaupan, jossa innostunut ostaja halusi ostaa ”kaiken” ja tarjoutui maksamaan tuottoarvon ja substanssiarvon summan. **Yleisempi kikka on tuottoarvon lisäksi vaatia lisähintaa sellaisista ”taseen ulkopuolisista eristä” kuten osaaminen, tuotemerkki ja hyvät asiakassuhteet**. Nämä erät sisältyvät jo liiketoiminnan arvoon joko tuottoarvon tai kassavirran kautta siltä osin kuin niillä on vaikutusta yrityksen tulokseen. Jos niillä ei ole vaikutusta tulokseen, niin ei niistä kannata myöskään maksaa mitään.

Yrityksen arvo voi juridisista syistä olla huomattavastikin laskennallista arvoa pienempi ja mahdolliset vastuut täytyy selvittää tarkoin ennen kauppasopimuksen allekirjoitusta. Ääriesimerkkinä voi mainita omistaja-johtajan, joka myi perustamansa perheyhtiön sen kasvettua vuosien varrella suureksi ja kannattavaksi. Kaupan jälkeen ostajan lakimies esitti omistaja-johtajalle vaateen, että hänen täytyy palauttaa kaikki nostamansa palkat sivukuluineen ja korkoineen yritykselle, koska niitä ei ollut asianmukaisesti päätetty hallituksen kokouksissa ja esitetty vuosikertomuksissa. Ainoa merkintä hallituksen pöytäkirjoihin oli perustamisvaiheessa ollut maininta, että palkkaa ei makseta (koska yrityksellä ei alussa ollut tulojakaan).

Verotuksellisista syistä yrityksen arvo voi myös vaihdella paljon. Vero-optimointi kannattaa tehdä kuitenkin vasta sen jälkeen, kun kauppahinnasta on muutoin päästy yhteisymmärrykseen. **Hyvin yleinen ja verotuksellisesti edullinen tapa tehdä yrityskauppa on osakevaihto.** Arvonmäärityksen kannalta se tarkoittaa vain sitä, että lasketaan samoilla periaatteilla ostettavan yrityksen hinnan lisäksi myös ostajan arvo osakesuhteen määrittämiseksi.

Pörssiyhtiön ostaessa listaamattoman yrityksen näyttää olevan nyrkkisääntö, että listattu yritys arvostetaan kaksinkertaiseen arvoon. Perusteena on, että listattua yritystä voi myydä ”vähittäishinnoin” eli osake kerrallaan ja listaamaton yritys ostetaan yleensä kokonaan eli ”tukkuhinnoin”. **Välillä tämä arvostussuhde on ollut paljon suurempikin, jolloin listatun yrityksen on todellakin kannattanut ostaa osakkeita vaihtamalla lähes kaikki tarjotut yhtiöt.**

Viime kädessä yrityksen hinta on ostajan ja myyjän yhteisesti hyväksymä arvo ja siihen vaikuttaa luonnollisesti kaiken edellä mainitun lisäksi ostajan ja myyjän neuvotteluasema ja yleinen yritysmarkkinatilanne.