



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Henri Savolainen

Arvonmäärityksen hyödyntäminen yritysostoissa

Tarkastelussa Aallon Group Oyj:n valikoitu yritysosto vuonna 2021

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Taloustieteen Pro Gradu
Kauppatieteiden maisterin tutkinto

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Henri Savolainen		
Tutkielman nimi:	Arvonmäärityksen hyödyntäminen yritysostoissa : Tarkastelussa Aallon Group Oyj:n valikoitu yritysosto vuonna 2021		
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri		
Oppiaine:	Taloustiede		
Työn ohjaaja:	Panu Kalmi		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	85

TIIVISTELMÄ:

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on avata arvonmääritystä ja sen merkitystä yritysoston tekevän toimijan näkökulmasta. Tutkielman teoriaosuus käsittelee kirjallisuuskatsauksen muodossa erilaisia yritysostoja, yritysostajatahoja ja niihin liittyviä seikkoja teoreettisesta näkökulmasta. Tutkielman empiirisessä osuudessa suoritetaan Helsingin pörssissä noteeratun Aallon Group Oyj:n vuonna 2021 tehdyn yritysoston kohteena olleesta Kymppikirjanpito Oy:n liiketoiminnasta uudelleenarvonmääritys. Arvonmäärityksen lopputulemana indikoituja liiketoiminnan arvoja (EV) verrataan julkisesti raportoituun ja uutisoituun ja Aallon Groupin maksamaan kauppahintaan.

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on avata arvonmääritystä ja sen merkitystä yritysoston tekevän toimijan näkökulmasta. Tutkielman teoriaosuus käsittelee kirjallisuuskatsauksen muodossa erilaisia yritysostoja, yritysostajatahoja ja niihin liittyviä seikkoja teoreettisesta näkökulmasta. Tutkielman empiirisessä osuudessa suoritetaan Helsingin pörssissä noteeratun Aallon Group Oyj:n vuonna 2021 tehdyn yritysoston kohteena olleesta Kymppikirjanpito Oy:n liiketoiminnasta uudelleenarvonmääritys. Arvonmäärityksen lopputulemana indikoituja liiketoiminnan arvoja (EV) verrataan julkisesti raportoituun ja uutisoituun ja Aallon Groupin maksamaan kauppahintaan.

Tutkielmassa arvonmääritysmenetelminä käytetään vapaisiin kassavirtoihin perustuvaa DCF-mallia sekä listattujen verrokkiyhtiöiden tunnuslukuja ja -transaktioita hyödyntäviä arvostuskertoimia. Arvonmäärityksen kohteena olleen Kymppikirjanpito Oy:n liiketoiminnan arvo oli eri menetelmillä ja herkkyysanalyysillä mitattuna 900.000–1.797.000 euroa. Huomattavasti korkein arvo saatiin verrokkitransaktioiden arvostuskertoimia hyödyntäneen suhteellisen arvonmäärityksen kautta, joka ei ole uskottava ottaen huomioon DCF-mallin avulla saadun 900.000–1.189.000 euron vaihteluvälin.

Tutkielma tarjoaa lukijalleen mahdollisuuden tutustua yritysostoihin liittyvään kohdeyhtiön arvonmääritykseen teoreettisella ja empiirisellä otteella, josta on hyötyä niin yritysjohtolle, yritysostoa tai -myyntiä suunnittelevalle yrittäjälle kuin kehittymishaluiselle asiantuntijallekin.

AVAINSANAT: Arvonmääritys, yritysostot, valuaatio, strateginen investointi

Sisällys

1	Johdanto	7
1.1	Tutkimusaiheen taustaa ja esittely	7
1.2	Pro Gradu -tutkielman tavoitteet ja tutkimuskysymykset	8
1.3	Aikaisempi tutkimus	9
1.4	Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät	9
1.5	Tutkielman rakenne	10
2	Yritystot kasvun työkaluna	12
2.1	Yritystotajat; teollinen ostaja & pääomasijoittaja	13
2.2	Strategia teollisen ostajan yritystotosten taustalla	15
2.2.1	Horisontaalinen ja vertikaalinen yritysosto	16
2.2.2	Yritystostostrategia	18
2.3	Arvonmääritysprosessin aloittaminen	21
2.3.1	Analyysit arvonnäärityksen tukena	21
2.3.2	Riskit ja synergiat arvonnäärityksen tukena	24
3	Yrityksen arvonnäärityksen teoria	27
3.1	Arvonnääritysmenetelmien valinta	28
3.2	Vapaiden diskontattujen kassavirtojen (DCF) -malli	30
3.2.1	Vapaan kassavirran mallin valinta	31
3.2.2	DCF-mallin tarkempi ennustejakso	34
3.2.3	Keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) & diskonttauskorko	35
3.2.4	Terminaaliarvo ja vakiokasvun malli	41
3.2.5	Herkkyys- ja skenaarioanalyysi	43
3.3	Arvostuskertoimet	45
3.3.1	Implisiittinen arvostuskerroin ja sen käyttäminen	47
4	Tutkimuksen empiirisen osan toteuttaminen	48
4.1	Caseyhtiö Aallon Group Oyj	48
4.2	Kymppikirjanpito Oy:n arvonnääritys	51

4.2.1	Arvonmäärittystä edeltävät analyysit	52
4.2.2	Tulevaisuuden ennusteet	66
4.2.3	Kohdeyhtiön diskonttokoron määrittäminen	67
4.2.4	Arvonmäärittäminen DCF-mallilla	69
4.2.5	Herkkyysanalyysi	71
4.2.6	Arvostuskertoimet ja niiden vertailu	73
5	Tutkimuksen yhteenveto ja johtopäätökset	77
	Lähteet	80

Kuvat

Kuva 1 Tutkielman rakenne	Virhe. Kirjanmerkkiä ei ole määritetty.
Kuva 2 Yritysostostrategian viitekehys (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)	19
Kuva 3 Esimerkkejä yritysostostrategian tulokulmasta (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)	20
Kuva 4 Arvonmäärityksen osa-alueet (Katramo & Lauriala, 2013)	22
Kuva 5 Esimerkki liiketoiminnan keskeisistä arvoajureista (Kallunki & Niemelä, 2012)	23
Kuva 6 Yritysostojen riskiprofiilit (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)	25
Kuva 7 Aallon Group Oyj:n tekemät yritysostot 2019–2024 (Inderes, 2025)	51

Kuviot

Kuvio 1 Kohdeyhtiön ja kilpailijoiden liikevaihdon kehitys 2015–2020	54
Kuvio 2 Kohdeyhtiön ja kilpailijoiden kannattavuuden (EBIT-%) kehitys 2015–2020	55
Kuvio 3 Perustettujen ja lakkautettujen yritysten määrä taloushallinto- ja lakiasiainalla sekä liikkeenjohdon konsultoinnissa 2013–2018 (Tilastokeskus, 2019)	56
Kuvio 4 Kohdeyhtiön historiallinen liikevaihto ja kannattavuus	59
Kuvio 5 Kohdeyhtiön absoluuttisen kannattavuuden historiallinen kehitys	60
Kuvio 6 Kohdeyhtiön historiallinen euromääräinen kulurakenne	61
Kuvio 7 Kohdeyhtiön kulujen suhde liikevaihtoon	62
Kuvio 8 Kohdeyhtiön poistojen suhde liikevaihtoon	63
Kuvio 9 Kohdeyhtiön pääomarakenne 2012–2020	64
Kuvio 10 Kohdeyhtiön nettokäyttöpääoman kehitys ja suhde liikevaihtoon 2015–2020	65
Kuvio 11 Kohdeyhtiön arvonmäärityksessä ennusteperiodilla käytettävät ennusteet (2021E - 2022E ja 2023E-2025E)	66
Kuvio 12 Kohdeyhtiön oman pääoman kustannuksen estimointi CAPM-mallilla	68
Kuvio 13 Kohdeyhtiön taloudellinen kehitys ennuste- ja terminaalijaksolla	69
Kuvio 14 Vapaan kassavirran laskelma ja liiketoiminnan arvon (EV) muodostuminen	71
Kuvio 15 Liiketoiminnan arvon (EV) kumulatiivinen muodostuminen ennuste- ja terminaalijaksolta diskontattujen kassavirtojen nykyarvojen mukaisesti	71

Kuvio 16 Kohdeyhtiön liiketoiminnan arvon (EV) herkkyysanalyysitaulukko	72
Kuvio 17 Kohdeyhtiön liiketoiminnan arvon (EV) vaihteluväli graafisesti	72
Kuvio 18 Kohdeyhtiön EV-arvon määrittäminen verrokkitranskatioiden avulla	74
Kuvio 19 Listattujen verrokkien ja kohdeyhtiön arvostuskertoimia (Inderes, 2020)	75
Kuvio 20 Listattujen verrokkiyhtiöiden ja kohdeyhtiön arvostuskertoimia graafisesti	76
Kuvio 21 Raportoidun ja estimoitujen liiketoiminnan yritysarvojen (EV) vertailua (t€)	78

1 Johdanto

1.1 Tutkimusaiheen taustaa ja esittely

Tutkimuksen tarkoituksena on tutkia Aallon Group Oyj:n (myöhemmin myös "Aallon" tai "Aallon Group") vuosien 2021 – 2023 aikana tehtyjen valikoitujen ja julkisista lähteistä löytyneiden yritysostojen tietojen perusteella, onko maksetut hinnat osakkeista tai liiketoiminnasta olleet tutkielmaan valikoituneiden arvonmäärittymenetelmien kannalta perusteltuja ja Aallon Groupia sekä heidän yritysostostrategiaansa tukevia. Yritysostojen tutkimisen kautta pyritään avaamaan Aallon Groupin mahdollisia syitä hankkia ostokohteet.

Tutkimusaihe perustuu tutkimuksen laatijan omaan nykyhetken ammatinvalintaan ja kiinnostukseen toimia erilaisten yritysjärjestelyiden ja arvonmäärittymen parissa. Tutkija itse kokee, että kyseisen tutkimuksen tekeminen auttaisi tutkimuksen lukijaa tunnistamaan asiantuntijaorganisaatioihin liittyviä lainalaisuuksia esimerkiksi arvonmäärittymisiin ja yritysostotilanteisiin liittyen. Vaikka tutkimuksessa käytetty case Aallon Group Oyj ja sen toteuttama yritysosto ei ole Suomenkaan mittapuulla tarkasteltuna kaikkein merkittävin yksittäinen yrityskauppa, valikoitui se tutkimuksen caseksi tutkimuksen tekijän kiinnostuksesta asiantuntijayhtiöitä ja pk-yrityksiä kohtaan. Lisäksi pk-yritysten rooli Suomen kansantaloudelle on merkittävä sen työllistäessä valtavasti työkäistä väestöä sekä mahdollistaen mm. suurten yritysten merkittävät alihankintaan liittyvät arvoketjut ja niiden toiminnan (Elinkeinoelämän Keskusliitto, 2018). Tutkimuksen laatija toivoo, että tästä melko seikkaperäisestäkin asiantuntija- ja pk-yhtiön arvonmäärittymisestä voisi olla hyötyä tulevaisuudessa niin toimialan sisällä kuin pk-yhtiökentässäkin toimivien, mahdollista yritysostoa suunnittelevien yhtiöiden keskuudessa.

Vaikka aiheeseen on varmasti yhtiöissä, analyyttikkotaloissa, pankeissa ja neuvonantajien parissa paneuduttukin suhteellisen paljon ja tutkimusta tehty, ei kotimaassa toimivaan asiantuntijaorganisaatioon, sen yritysostostrategiaan ja mahdollisiin arvonmäärittymen

sudenkuoppiin ole välttämättä pureuduttu niin yksityiskohtaisella tasolla. Oikeanlaisen ja perustellun arvonmäärityksen ja liiketoimintaan liittyvien oikeanlaisten intressien tunnistamisen avulla asiantuntijaorganisaatio voi mahdollisesti hyötyä laajemmin harjoittamastaan ostostrategiastaan kumulatiivisesti yhtiön jatkaessa yritysostostrategiansa toteuttamista.

1.2 Pro Gradu -tutkielman tavoitteet ja tutkimuskysymykset

Tutkielman tavoitteena on selvittää:

- a) Onko Aallon Group Oyj:n toteuttama ja analysoitu yritysosto ollut hinnoiteltu oikein peilaten ja verraten tutkimuksessa käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin ja niistä saatuihin tuloksiin?
- b) Millainen mahdollinen ero rahallisesti on maksetun kauppahinnan ja tutkimuksessa saadun stand-alone-arvon välillä? (Stand-alone-arvo tarkoittaa normalisoitua ja puolueetonta arvoa ilman mahdollisia synergiaetuja)

Lueteltujen tavoitteiden ja tutkimuskysymysten lisäksi tutkimus antaa tekijälleen arvokasta substanssitukea ja kasvattaa tutkijan henkilökohtaista asiantuntijuutta ja ammattitaitoa liittyen arvonmäärityksiin, yritysjärjestelyihin sekä niiden syy-seuraussuhteisiin. Välillistä hyötyä tutkimuksesta voivat saada myös ne ihmiset ja organisaatiot, jotka mahdollisesti pohtivat epäorgaanista laajentumista ja ostettavan kohteen arvonmääritykseen liittyviä kysymyksiä.

Tutkielman tarkoituksena on tutkia pelkästään yritysostoon ja sen valmistautumiseen liittyviä seikkoja, kuten kohdeyhtiön arvonmääritystä ja arvonmääritysprosessia. Tutkielmassa ei siis oteta kantaa, tai tutkita ”caseyrityksenä” toimivan Aallon Group Oyj:n yrityskauppaprosessia, joka sisältäisi myös muita, arvonmääritysprosessin ulkopuolisia prosesseja, kuten Due Diligence-prosesseja ja muita juridisia seikkoja vaativia prosesseja.

1.3 Aikaisempi tutkimus

Sekä yritysjärjestelyt, yrityskaupat, että erilaisten omaisuuserien, kuten yhtiöiden, osakkeiden tai kiinteistöjen arvonmäärittämiseen liittyvät teemat ovat melko laajasti tutkittuja aiemmissa akateemisissa tutkimuksissa. Aiemmat tutkimukset ovat kuitenkin kohtuullisen hajautuneita, sillä jokainen tutkii asiaa hieman eri perspektiivistä ja tutkielman tekijän on täytynyt yhdistellä useita erilaisia tutkimuksia saadakseen teoreettisesti perusteltua näkökulmaa oman tutkimuksensa tueksi.

Yritysostoista ja niiden toistuvuudesta tutkimusta on tehnyt mm. Kusewitt (1985), Laamanen & Keil (2008), Shi & Prescott (2011) sekä Hayward (2002), jotka ovat tulleet hieman ristiriitaisiin lopputulemiin yritysostojen hyödyistä eri aikaväleillä.

Tutkimukset ovat kuitenkin yhtä mieltä siitä, että arvonmääritys yritysostojen yhteydessä on välttämätöntä ja keskeistä (Katramo & Laurila, 2013). Lisäksi kirjallisuudessa, joka käsittelee yritysostoja ja niiden strategista pohdintaa, annetaan merkittävää roolia synergia- ja skaalaetujen havaitsemiselle osana analyysiä. Synergiaan liittyvät motiivit vaikuttavat suoraan myös yrityksen arvonmääritykseen, kuten Jorma Eloranta toteaa kirjassaan Hallitus johdon tukena (2018), ”Synergioita ei pidä huomioida kauppahinnassa, vaan ne ovat nimenomaan ostajan arvioitavia.” Lauseen perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että synergiahyötyjen arvosta ei osana kauppahintoja usein keskustella julkisuudessa, sillä synergiahyötyjen kautta syntyvä arvo on ostajan omaa strategista analysointia.

1.4 Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät

Tutkimusaineistona toimii aiempi asiantuntijayrityksien arvonmäärityksiin pohjautuva mahdollinen tutkimus, jota hyödynnetään tutkimuksen arvonmääritystä käsittelevässä teoriaosuudessa pääluvussa 3 kirjallisuuskatsauksen muodossa. Aallon Groupiin esittelyyn ja tilitoimistoalan taustoihin pohjautuvan pääluvun aineisto koostuu pääosin julkisista lähteistä löytyvästä informaatiosta.

Aallon Groupin ostokohteen arvoa määriteltäessä on tukeuduttu kohdeyhtiöiden historiallisiin tilinpäätöksiin ja muuhun taloudelliseen informaatioon, joita yhtiöistä on ollut saatavilla ja jotka ovat tutkimuksen kannalta relevantteja. Empiriaosuudessa laadittavissa yhtiöiden arvonmäärittelyssä hyödynnetään rahoitusteoreettisesti perusteltuja arvonmäärittelymenetelmiä (DCF – Discounted Cash Flow ja markkina-arvomenetelmä), joiden käyttö on perusteltu tarkemmin teoriaosuudessa.

Tutkielma on ominaisuuksiltaan laadullinen tapaustutkimus, jossa perehdytään yksittäisen kotimaisen pörssi- ja asiantuntijayhtiön aiemmin suorittamaan yritysostoon ja yritysoston kohteena olevan yhtiön arvonmäärittämiseen. Laadullisissa tapaustutkimuksissa kohteena on yleensä jokin yksittäinen tapaus, jossa tutkimuksen tekijä pyrkii muodostamaan analysoitavien aineistojen ja olemassa olevien tietojen avulla jonkin näkökulman tapahtuneesta. Tapaustutkimuksissa on myös mielekästä pyrkiä rajaamaan tutkittavaa tapausta, jotta tutkija pystyy saamaan tapauksesta haluamansa hyödyn irti ja vertaamaan sitä mahdollisesti muiden vastaavien tapausten lopputuloksiin. (Kallinen & Kinnunen, 2021.)

Laadullisen tapaustutkimuksen empiria- tai tutkimusosuudessa nojaututaan lisäksi myös kvantitatiivisiin menetelmiin ja pyritään yhdistämään niin laadullisia, määrällisiä kuin tutkimuksen tekijän omaakin ajattelua ja näkemyksiä.

1.5 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma kostuu johdantokappaleen jälkeen teoria- ja empiriaosuudesta. Teoriaosuuden ensimmäisen kappaleen tarkoituksena on avata lukijalle yritysostojen teoriaa ja tarkoitusperiä osana liiketoimintaa. Lisäksi kappaleessa pureudutaan lyhyesti case-yhtiö Aallon Groupiin ja pohditaan, mitkä ovat teoreettisesti arvoajureita Aallon Groupin yritysostojen taustalla.

Teoriaosuuden toinen kappale käsittelee yrityksen arvonmäärittämistä, arvonmäärittämisprosessia ja arvonmäärittämiseen liittyviä metodeja, joka pohjautuu Kallungin ja Niemelän (2012), Seppäsen (2017) sekä Katramon ja Laurialan (2013) teoksiin yrityksen arvonmäärittämiseen ja yritysostoihin liittyen. Kappaleen alaluvuissa käsitellään teoreettisesti tutkimuksen empiriaosuudessa käytettävät arvonmäärittämismenetelmät sekä niiden ominaisuudet. Tutkimuksen pääasiallisen ja rahoitusteoreettisesti perustelluimman menetelmän, diskontattujen kassavirtojen mallin (DCF) osalta käydään lävitse myös siihen liittyvät muut komponentit ja herkkyyksanalyysin merkitys. Yleisesti osana arvonmäärittämisprosessia katsotaan olevan myös kohdeyhtiön strateginen analysointi. Tässä tutkielmassa kohdeyhtiötä koskeva strateginen analyysi osana arvonmäärittämisprosessia on suljettu tiedostaen pois, sillä strateginen analysointi suoritetaan osana teoriaosuuden ensimmäistä kappaletta.

Neljäs pääluku aloittaa tutkielman varsinaisen tutkimus- tai empiriaosuuden, jossa yhdelle Aallon Group Oyj:n yritysoston kohteena olleelle yhtiölle laaditaan teoriaosuudessa esiteltyjä teorioita ja menetelmiä hyödyntäen arvonmäärittämis herkkyyksanalyysineen. Lisäksi kappaleessa esitellään lyhyesti sekä case-yhtiö Aallon Group Oyj ja sen taustaa yritysostoihin liittyen.

Tutkielman empiirisen osuuden ja samalla koko tutkielman päättävät viides ja kuudes pääluku, joissa ensin esitetään empiirisen tutkimuksen tulokset, joiden pohjalta tutkielmasta laaditaan yhteenveto ja johtopäätökset, jossa verrataan saatujen arvonmäärittämysten ja herkkyyksanalyysien lopputuloksia julkisesti raportoituun lopulliseen kauppahintaan. Yhteenvedon ja johtopäätösten jälkeen otetaan kantaa myös mahdollisiin jatkotutkimusaiheisiin.

2 Yritysostot kasvun työkaluna

Tässä tutkielmassa caseyhtiöksi on valikoitunut Helsingin Pörssissä noteraattu Aallon Group Oyj, joka tarjoaa laaja-alaisia tilitoimisto-, konsultaatio- ja taloushallinnon palveluita kotimaassamme (Inderes 2024). Varsinaisen tutkielman luonteen ollessa laadullisen tapaustutkimuksen kaltainen, tämä kappale pyrkii teoreettisesti esittelemään puhtaita kahden yhtiön välisiä yrityskauppoja ostajan näkökulmasta strategisena investointitapana, syitä niiden toteuttamisen taustalla ja toimenpiteitä, jotka ovat merkittävässä roolissa ennen kuin määritämme arvoa itse ostokohteelle. Yritysostojen teoriaa koskeva kappale on pyritty pitämään tutkielman luonteen vuoksi melko yksinkertaisena, koska itse empiirinen osuus ei suoranaisesti käsittele itse yritysostoa, vaan yritysostoprosessiin liittyvää arvonmääritysprosessia. Lisäksi kappaleessa esitellään lyhyesti myös tutkimuksen case-yhtiö Aallon Group Oyj, jonka toiminnan lyhyt esittely on tutkimuksen lopputuloksen kannalta mielekästä.

Kuten Mariani (2017) toteaa, ovat erilaiset yritysostot, -järjestelyt ja fuusiot olleet historian saatossa monien yhtiöiden kasvustrategian kulmakiviä ja vaikuttaneet useiden yhtiöiden toimintaan ja kilpailuun maailmanlaajuisesti eri toimialoilla.

Myös Anthony (2019) sekä Sahu & Agarwal (2017) ovat sitä mieltä, että yritysjärjestelyt ja yritys omaavat nykypäivänä merkittävän roolin kilpailussa globaalissa taloudessa. Heidän mukaansa M&A strategian luomista voidaan pitää nykyään yhtenä tärkeimmistä liiketoimintastrategian osista, joilla parannetaan taloudellista suorituskykyä ja kasvupotentiaalia.

Syitä erilaisille yritysjärjestelyille on useita ja yleisesti voidaan todeta, että jokainen toimiva yritys joutuu jossakin vaiheessa omaa elinkaartaan osaksi jotakin yritysjärjestelyä. Katramo ja Lauriala (2013, s. 19) esittävät yritysjärjestelyiden syiksi mm. väestön ikääntymisen, talouden rakennemuutokset sekä mahdolliset kehitykseen ja strategian uudistamiseen liittyvät seikat. Myöhemmin voidaan huomata, että tutkielman

caseyhtiö Aallon Group Oyj on hyödyntänyt näitä kaikkia mainittuja syitä omassa yritysostoissaan.

2.1 Yritysostajat; teollinen ostaja & pääomasijoittaja

Yleisesti yrityskauppoja käsittelevässä teoriassa ostajat voidaan jakaa kahteen ryhmään; teollisiin ostajiin ja pääomasijoittajiin. Vaikka yleisesti ottaen yrityskaupat noudattavat tavanomaista taloudellista ajatusta siitä, että ostokohteiden tulevaisuudessa kumuloituvat tuotot ylittäisivät ostajan määrittelevän tuottovaatimuksen, on näiden kahden erityyppisen ostajan toimintatavoissa, tai yritysoston taustalla olevissa motiiveissa usein merkittäviäkin eroavaisuuksia. (Katramo & Laurila, 2013, s. 21.)

Teollisen ostajan ja teollisen yrityskaupan merkittävimpana motiivina on usein kaupasta syntyvät synergiahyödyt, joita samalla toimialalla toimiva ostaja voi kaupan myötä saavuttaa. Teollisen ostajan tavoitteena voidaan pitää kaupasta mahdollistuvien synergiaetujen täydellinen realisointi, joka vaatii merkittävää markkinoiden ja toimialan tuntemusta. Teollinen ostaja tavoittelee yritysostolla mm. oman liiketoimintansa ja uuden kokonaisuuden laajentamista, mittakaavaetujen saavuttamista ja oman liiketoimintansa markkinaosuuden kasvattamista. Myös Bargeron, Schlingenmann, Stulz & Zutter, (2008) toteavat, että strategiset tai teolliset ostajat hankkivat yritysostojen kautta pääsääntöisesti synergiahyötyjä. Teolliset ostajat analysoivat ja punnitsevat mahdollista epäorgaanista kasvua usein kauemmin kuin pääomasijoittajat. Tämä johtuu siitä, että teollisten toimijoiden päätöksentekoa tai organisaatorakennetta ei ole pääsääntöisesti rakennettu toteuttamaan yritysostoja, eikä näissä yhtiöissä ole aina yrityskauppoihin erikoistunutta henkilöstöä omilla palkkalistoillaan (Katramo & Lauriala, 2013, s. 20.) Myös Liimatainen ja Lähteenmaa (2020, s. 23) toteavat, että yritysostoista ja epäorgaanisesta kasvusta puhuminen on varsinkin teollisten toimijoiden keskuudessa koettu tabuna, jota on vaikea lähestyä. Yllä mainittujen teollisille ostajille tärkeiden skaala- ja synergiaetujen totaalisen havaitsemisen ja analysoinnin lisäksi myös tällä voi olla vaikutusta siihen, että teolliset ostajat voidaan usein kokea jahkailijoiksi epäorgaanisen kasvun suunnittelussa ja toteutuksessa. Liimataisen ja Lähteenmaan

mukaan yritysostoja tulisi enenevässä määrin alkaa tarkastelemaan tavallisten investointien näkökulmasta, joka tekisi aiheesta helpommin lähestyttävän.

Teolliset ostajat pyrkivät kaupoissaan usein pitkään omistusaikaan ja ostettavan liiketoiminnan jatkuvaan kehittämiseen, sillä osa havaituista synergiahyödyistä voi realisoitua vasta pitkän aikavälin tarkastelussa ja toiminnan uudelleenjärjestelyn myötä. Teollinen ostaja ei siis välttämättä pyri tehostamaan velkavivun maksimaalista käyttöä ja optimoimaan pääomarakennetta mahdollisimman tuottavaksi. (Katramo & Lauriala, 2013, s. 21).

Kun teolliset ostajat pyrkivät maksimoimaan yritysostoillaan synergia- ja skaalahyötyjä, katsoo ammattimaiset yritysostoja tekevät pääomasijoittajat markkinaa hieman erilaisesta näkökulmasta. Pääomasijoittajien tavoitteet liittyvät usein kohdeyhtiön voimakkaaseen arvonnousuun ja onnistuneeseen sijoituksesta irtaantumiseen mm. toiminnan tehostamisen, johtamisen ja resurssien uudelleenorganisoinnin avulla. Matkalla kohti "exit-ajankohtaa" eli osakkeiden myyntihetkeä, pääomasijoittaja saa tuottoa osinkojen, mahdollisten pääomalainojen korkojen ja pääoman palautusten muodossa. Koska pääomasijoittajilla on usein korkeat pääomareservit, pystyy pääomasijoittaja laskemaan reservin turvin vieraan pääoman kustannuksen (pankkilainan) alhaisemmalle tasolle vrt. teolliseen ostajaan. Koska pääomasijoittajan omistusaika on usein 3–7 vuotta, on velkavivun hyödyntäminen merkittävässä roolissa pääomasijoittajien yritysostoissa. (Katramo & Lauriala, 2013, s. 21–23)

Näiden kahden erilaisen yritysostajatyypin lisäksi viime vuosina on yleistynyt merkittävässä määrin kolmaskin yritysostajatyypin; sarjayhdistelijät tai "compondouderit", joiden toiminnasta löytyy sekä teollisille ostajille, että pääomasijoittajille ominaisia piirteitä. Varsinkin Ruotsissa julkisesti noteeratut sarjayhdistelijät ovat yleistyneet ja saaneet huomiota niiden kohtuullisen hyvän tuloksentelekokykynsä takia. Sarjayhdistelijät koostuvat yleensä emoyhtiöstä, jonka alle muodostuu yritysostoja hyödyntäen jopa satojen itsenäisten yritysten "klusteri"

(Carnegie, 2021). Paulson ja Derold (2016) kirjoittavat Morgan Stanley'n artikkelissaan "compounder"-yrityksistä, jotka ovat pystyneet takomaan korkeita riskikorjattuja tuottoja talouden eri sykleissä. Näitä yhtiöitä yhdistää vahvat ja kestävä liiketoimintamallit, korkeat kassavirran tuottokyvyt, matala pääomaintensiteetti ja vähäinen velkaantuneisuus. Paulsonin ja Deroldin mukaan sarjayhdistelijät tähtäävät portfolioyhtiöidensä vahvaan vapaan kassavirran tuottoon, jota yllä mainitut tekijät tukevat. Vapaat kassavirrat käytetään uusiin yritysostoihin tai osingonjakoon osakkeenomistajille. Toiminta muistuttaa erittäin paljon teollisen ostajan käyttäytymistä, mutta sarjayhdistelijät eivät pääomasijoittajan tapaan anna merkittävää arvoa synergiaeduille. Sarjayhdistelijän hankkimat yhtiöt eivät siis integroidu tiukasti osaksi konsernia, vaan mahdolliset synergiat syntyvät pidemmällä aikavälillä esimerkiksi jaettujen pääkonttoritoimintojen ja konserniyhtiöiden parhaiden käytäntöjen jakamisen seurauksena (Kujala, Evli 2021).

Tutkielman caseyhtiö Aallon Group on maininnut tilinpäätöstiedotteissaan (2022 & 2023 & 2024) panostavansa kannattavuuden ja volyymin kasvattamiseen pääsääntöisesti heidän olemassa olevia toimintoja vahvistavia yritysostoja hyödyntämällä. Näihin argumentteihin nojaten voidaan siis katsoa, että Aallon Group lasketaan ostajana eniten teolliseksi ostajaksi, joka pyrkii hyötymään tunnistettujen synergia- ja skaalaetujen saavuttamisesta.

2.2 Strategia teollisen ostajan yritysostojen taustalla

Tutkimukset ja teokset pitävät yleisesti yritysostoja yhtenä haastavimmista ja eniten resursseja vaativasta keinoista kasvattaa ja kehittää yhtiötä. Päätöksen tekemisen taustalla tulisi aina olla strategista pohdintaa siitä, onko yritysostolla mahdollisesti saavutettavat hyödyt siihen kohdistuvien riskien arvoisia. (Katramo & Laurila, 2013, s. 24.) Koska tutkielman kohdeyrityksenä toimii edellisen kappaleen analysointiin perustuen teollinen ostaja, on tässä kappaleessa yksinkertaistamisen vuoksi pohdittu strategisia valintoja vain teollisen ostajan näkökulmasta. Teollisen ostajan strateginen

näkökulma saattaa erota merkittävästikin pääomasijoittajan tai sarjayhdistelijän yritysostostrategian arvoajureista.

Strategien ja johtajien pohtiessa yritysostostrategiaa nousee usein esiin ylipäättään seuraavia kysymyksiä; kannattaako yritysostostrategiaan ylipäättään lähteä (Welch, Pavicevic, Keil & Laamanen, 2020), edistääkö yrityskaupat yhtiön tarpeita ja tavoitteita (Capron, Dussauge & Mitchell, 1998) sekä pohtivat sopivia kohdeyhtiöitä strategian parhaaksi mahdolliseksi toteuttamiseksi (Chakrabarti & Mitchell, 2013).

Rabierin (2017) sekä Fainschmidtin, Wengerin, Pezeshkanin & Mallonin (2019) mukaan rahoitusteoriaan perustuvan ajatuksen osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin sekä syntyvän lisäarvon ja kannattavuusajattelun lisäksi yritysostajat antavat yhä laajemmin painoarvoa laajempiin tekijöihin, kuten toimintaympäristöön, organisaatioon ja johtamiseen. Näillä on katsottu olevan enenevässä määrin merkitystä yritysoston onnistumisen sekä lopputuloksen kannalta.

Yritysostoista ja sen strategisesta suunnittelusta tekee vaikean myös oikeanlaisen rytmin löytäminen koskien yritysostoja. Muun muassa Kusewitt (1985), Laamanen & Keil (2008) sekä Shi & Prescott (2010) ovat tutkimuksissaan osoittaneet, että harvakseltaan yritysostoja toteuttavien yhtiöiden yritysostot vaikuttavat negatiivisesti yrityksen suorituskykyyn. Hayward (2002) tuli tutkimuksessaan vastaavasti siihen tulokseen, että liian lyhyt aikaväli yritysostojen välillä luo ostavalle yhtiölle ongelman siitä, ettei ostojen tuomia oppeja ehditä hyödyntämään ja fokus kohdistuu jatkuvasti uusiin yritysostoihin.

2.2.1 Horisontaalinen ja vertikaalinen yritysosto

Yritysostojen tai -kauppojen luokittelu tai jaottelu voidaan tehdä niiden strategisten tavoitteiden perusteella, jolloin voidaan erottaa horisontaaliset ja vertikaaliset yritysostot. Näiden kahden jaottelun lisäksi voidaan toisistaan erotella ja tunnistaa myös konsentriset ja konglomeraattiset yritysostot, mutta niiden katsotaan olevan varsinkin teollisten ostajien keskuudessa melko harvinaisia niiden keskittyessä uusien toimialojen

ja markkinoiden haltuunottamiseen. Jaottelu perustuu yritysostajan strategiseen tavoitteeseen vahvistaa asemaansa sekä suhteessa markkinoilla toimiviin kilpailijoihin ja asiakkaisiin että individuaalisessa arvoketjussaan suhteessa jalostus- ja/tai jakeluketjuunsa (Katramo & Laurila, 2013, s. 24.)

Yritysostoa voidaan kutsua horisontaaliseksi, kun sekä ostettava yhtiö että ostaja harjoittavat liiketoimintaansa samalla toimialalla kilpaillen samoilla markkinoilla ja tuotantotasolla. Markkinaosuuden vahvistaminen, kilpailun vähentäminen toimialalta ja mahdollisten monopolivoittojen tavoittelu ovat yleensä syinä horisontaalisten yritysostojen taustalla. Horisontaaliset yritysostot luovat onnistuessaan merkittävää hyötyä ostajayhtiölle, sillä monilla toimialoilla markkinaosuuden suuruudella eli kustannuspohjaisilla seikoilla ja suuremman koon tuomilla skaalaeduilla eli tulopohjaisilla seikoilla voidaan katsoa olevan merkittävä positiivinen vaikutus liiketoiminnan kehitykseen. (Capron, 2016; Katramo & Laurila, 2013, s. 24.)

Capronin (1999) mukaan horisontaalisista yritysostoista on tullut mm. globalisaation, EU:n integraation ja kilpailun kiristymisen myötä eurooppalaisten ja yhdysvaltalaisen yritysten ensisijainen kasvustrategian työkalu. Hänen tutkimuksensa mukaan suurimmat horisontaalisista yritysostoista saadut hyödyt liittyvät puhtaasti kustannussäästöihin, jotka syntyvät kahden yhtiön päällekkäisten toimintojen purkamisesta ja hallinnon yhtenäistämistä. Tutkimuksen mukaan myös kasvaneet tulot, markkinakattavuuden laajeneminen ja innovaatiokyvykkyyden kehittäminen ovat seurausta onnistuneista horisontaalisista yritysostoista.

Vertikaaliset yritysostot edustavat yritysostajan strategisia liikkeitä arvoketjussa, jossa yrityksen ostaja ja oston kohteena oleva yhtiö toimivat samalla toimialalla, mutta eri jalostus- tai jakeluketjun vaiheissa. Tämänkaltaisen yritysoston tavoitteena on hankkia kontrolli arvoketjun osista, jotka ovat aiemmin olleet yritysostajan vaikutuspiirin ulkopuolella. Vertikaalinen yritysosto voi suuntautua joko arvoketjussa ylöspäin, jolloin oston kohteena voi olla jakelu- tai markkinointikanavia, tai alaspäin, jolloin pyritään

varmistamaan raaka-aineiden tai komponenttien toimitusvarmuus sekä tuotantoketjun tehokkuus. (Katramo & Laurila, 2013 s. 27) Vertikaalisissa yritysostoissa sen suorittajan ja myytävän kohteen välinen suhde saattaa olla jo olemassa, jolloin ostetaan esimerkiksi oma alihankkija. (Walter & Barney, 1990)

Hassan et al. (2018) esittävät tutkimuksessaan, että yksi merkittävimmistä yritysostojen ajureista tai motivaattoreista ovat synergioiden hyödyntäminen nimenomaan eri arvoketjujen välillä, joiden hyödyntäminen tai täytäntöönpaneminen ei muulla keinolla olisi mahdollista.

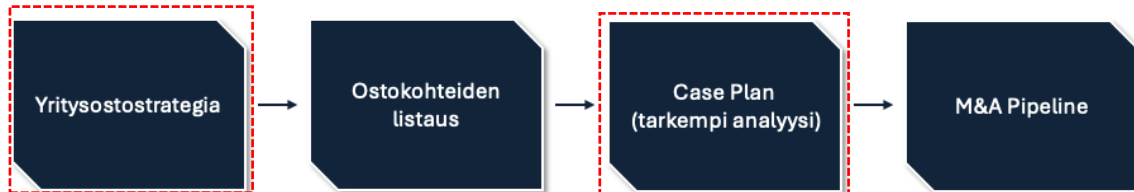
Yllä mainittuihin seikkoihin tukeutuen voidaan sanoa, että tämän tutkielman caseyhtiönä toimiva Aallon Group tähtää yritysostoissaan pääosin horisontaalisiin yritysostoihin, jossa he pyrkivät yritysostojen avittamana kasvattamaan omaa markkinaosuuttaan ostamalla samalla toimialalla toimivia pienempiä tilitoimistoja. Sekä kustannuspohjaiset seikat, kuten päällekkäisten hallinnollisten kulujen leikkaaminen, että tulopohjaiset, skaalautuvat mittakaavaedut ovat tilitoimistoalalla teollisten ostajien arvoajureita.

2.2.2 Yritysostostrategia

Kuten aiemmin on todettu, teolliset yritysostajat hyödyntävät yritysostoja laajentaakseen liiketoimintaansa tai maantieteellistä kattavuuttaan, tulee johdon, omistajien ja yritysostoista päätöksiä tekevien ymmärtää kattavasti järjestelyiden seuraukset ja niihin liittyvä kustannus-hyötyanalyysi. Hossain (2021) on maininnut, että yritysjärjestelyt voivat olla kalliita ja toteuttajalleen riskialttiita hankkeita, jonka vuoksi huonosti suunnitellut järjestelyt voivat johtaa merkittäviinkin tappioihin. Tämä nostaa yksityiskohtaisen yritysostostrategian luomisen arvoa huomattavasti.

Usein varsinkin teollisten toimijoiden keskuudessa orgaanisen eli sisäisen kasvun ja kehityksen suunnittelu sekä arviointi on johdolle ja omistajille tuttu seikka. Epäorgaanisen kasvun eli yritysostoihin liittyvän arviointi ja suunnittelu on kuitenkin

usein melko vieras termi (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020). Alla olevassa kuvaajassa on selkeytetty yritysostostrategian teoreettista viitekehystä, jonka pohjalta yritysostostrategiat rakentuvat. Punaisella katkoviivalla merkatut kohteet ovat tämän tutkielman kannalta relevantteja, sillä tämä tutkimus paneutuu näihin kahteen yritysostoihin liittyviin seikkoihin teoreettisesti.



Kuva 1 Yritysostostrategian viitekehys (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)

Yritysostostrategiassa kaikki lähtevät liikkeelle strategisen tulokulman valitsemisesta. Tulokulman tarkoituksena on vastata kysymyksiin; *Minkälaisella sapluunalla yritysostoja lähdetään toteuttamaan? Mihin seikkoihin yritysostoissa halutaan kiinnittää huomiota? Mitä yhtiömme haluaa vahvistaa yritysostojen avulla?* Tarkoituksena tässä prosessissa on määrittellä, mitä kyseinen yhtiö omalta yritysostostrategialta ylipäättään haluaa ja tämä antaa taloudelliset sekä rahoitukselliset raamit pohtia sopivia ostettavia kohteita. Dokumentoidun yritysostostrategian tarkoituksena on katsoa yritysostoja niin taloudellisesta, strategisesta kuin riskien näkökulmista, joiden pohjalta konsensus rakentuu. (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)

Aiempi tieteellinen tutkimus on ollut pitkään sitä mieltä, että yritysostoja pohtivat yhtiöt ovat joutuneet tekemään päätöksen tietyn yritysostostrategian valitsemisesta olosuhteiden pakottamana, esimerkkinä toimintaympäristön pakottavat vaikutukset yritysostostrategian valitsemiseen. (Barkema, Shenkar, Vermeulen & Bell, 1997; Peng, 2003.) Vuori ja Laamanen (2020) kuitenkin tuovat asiaan toista näkökulmaa heidän esittäessään, että yritysostajat voivat hyödyntää täysin erilaisia yritysostostrategioita samanlaisessa toiminta- ja markkinaympäristössä. Yritysostostrategiat ovat siis hyvin pitkälle ostajan itse määrittelemiä ja ostajan tahdonmukaisia.

Alla olevaan taulukkoon on listattu tunnetuimpia esimerkkejä erilaisista yritysostostrategioista, joita varsinkin teolliset toimijat ovat harjoittaneet.

Selektiivinen strategia	Buy & Build	Roll-Up	Muutoksen tavoittelu
<ul style="list-style-type: none"> •Yritystaja tekee hyvin harvoja ostoja •Synergian rooli merkittävä •Teollisten toimijoiden suosima 	<ul style="list-style-type: none"> •Strategiassa ostetaan paljon erilaista lisäarvoa tuottavia yhtiöitä •Usein sarjayhdistelijöiden suosiossa 	<ul style="list-style-type: none"> •Jatkuvia ostoja samalta toimialalta systemaattisella sapluunalla •Strategian tavoitteena markkina-aseman vahvistaminen ja taloudellisten mittakaavaetujen saavuttaminen (Synergiaedut) •Teollisten toimijoiden suosima 	<ul style="list-style-type: none"> •Oston kohteena esimerkiksi yhtiö, jonka myötä halu kehittää omaa yrityskulttuuria •Tavoitteena myös brändin parantaminen tai mielikuvien muokkaaminen

Kuva 2 Esimerkkejä yritysostostrategian tulokulmasta (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)

Kuviosta voidaan huomata, että tämän tutkielman caseyhtiö Aallon Group toteuttaa erittäin vahvasti ”Roll-Up”-strategiaa, jossa yhtiö toteuttaa toistuvia ostoja systemaattisesti samalla toimialalla. Tämän systemaattista sapluunaa hyödyntävän ”Roll-Up”-strategian toteuttamisen vuoksi Aallon Groupin ei tarvitse välttämättä jokaisen oston teettämiseksi toteuttaa raskasta strategista analyysiä ostettavasta kohteesta, sillä toimivan mallin ja yritysostostrategian myötä yhtiöllä on erittäin tarkka ja ajankohtainen kuva samalla toimialalla toimivien yhtiöiden liiketoiminnasta ja markkinasta.

Tulokulman valitsemisen ja ostokohteiden kartoituksen jälkeen viitekehyksessä siirrytään tarkempien ostokohdetta käsittelevien analyysien pariin, jotka antavat lähtökohdat yritysostojen kannalta ehkä keskeisimmälle työkalulle, ostokohteen arvon määrittämiselle. Yritystotot ovat usein suuria investointeja ostavalle yhtiölle, jonka vuoksi nämä päätökset tarvitsevat tueksi riittävän monisäikeisen ja syvällisen arvonmäärityksen lopullisen kauppahinnan arvioimiseksi. (Katramo & Laurila, 2013, s. 71.)

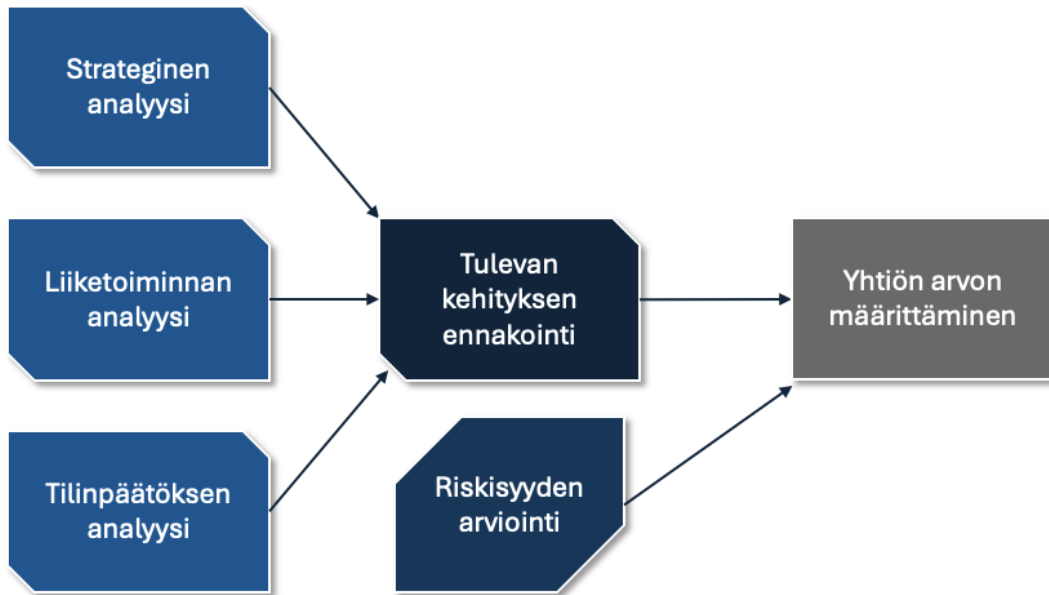
2.3 Arvonmäärittämisprosessin aloittaminen

Seppäsen (2017) mukaan arvonmäärittämisprosessin lähtökohdaksi on arvon määrittämisprosessin tarkka yksilöinti, sillä arvonmäärittämisprosessin tavoitteet ja lopputulos riippuvat suoraan siitä, minkä osan arvonmäärittämisprosessista yhtiöstä tai kohteesta arviointi kattaa. Koska arvolle voidaan määrittellä useita eri käsitteellisiä tulkintoja, on olennaista, että arvonmäärittämisprosessin laatija ja tulosten käyttäjä ymmärtävät yksiselitteisesti, mitä arvoa ollaan määrittämässä ja mitä tarkoitusta varten.

2.3.1 Analyysit arvonmäärittämisprosessin tukena

Arvonmäärittäminen jaetaan usein eri osa-alueisiin, joita tulee tarkastella ennen varsinaisen arvonmäärittämisprosessin suorittamista. Yritysostoihin liittyvän arvonmäärittämisprosessin keskeinen tehtävä on arvioida oston kohteena olevan yhtiön tulevaisuuteen liittyvää potentiaalia ja mahdollisia riskejä ja synergioita. (Katramo & Laurila, 2013, s. 71.)

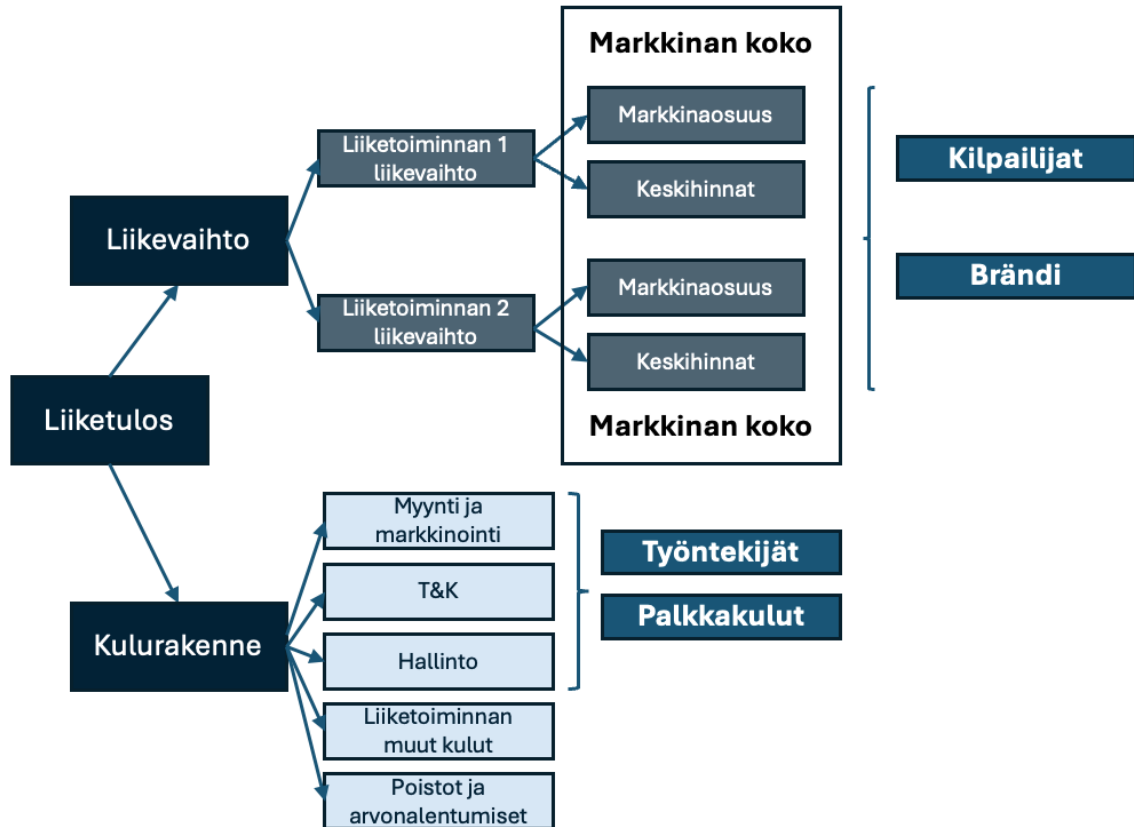
Arvonmäärittämisprosessia voidaan pitää monimutkaisena prosessina, johon vaikuttavat kohdeyhtiön sisäisten tekijöiden (liiketoimintamallit ja strateginen asema) lisäksi myös ulkopuoliset tekijät, kuten makrotaloudellinen kehitys ja muutokset yhteiskunnassa. Alla olevaan kuvioon (kuva 3) on listattu erilaisia analyysejä, jotka liittyvät yritysostotilanteissa kohdeyhtiöstä tehtävään arvonmäärittämisprosessiin. Analyysin laadinnan avulla arvonmäärittäjä voi parantaa ymmärtämäänsä arvostettavan kohdeyhtiön tulevaisuutta ja tekijöitä, jotka vaikuttavat esimerkiksi ennusteiden tekemiseen ja tätä kautta tulevaisuuden ennustettuihin kassavirtoihin. (Katramo & Laurila, 2013, s. 73)



Kuva 3 Arvonmäärityksen osa-alueet (Katramo & Lauriala, 2013)

Kuten aiemmin läpikäytiin, liittyy yritysostoissa arvonmäärityksen osaksi myös strateginen ja liiketoiminnallinen analyysi. Teollisten toimijoiden suorittamissa yritysostoissa strateginen analyysi tapahtuu usein rinnakkain ostavan yhtiön oman strategisen tarkastelun kanssa. Liiketoiminnan analyysi puolestaan korostuu, mikäli oston kohteena oleva yhtiö omaa esimerkiksi ostajan kanssa eroavaa liiketoimintaa tai toimii eri toimialalla. Näin liiketoiminnan analyysiä hyödyntämällä ostaja, eli arvonmäärittäjä pystyy analysoimaan ostokohteen liiketoiminnan menestystä osana uutta kokonaisuutta. (Katramo & Laurila, 2013, s. 75.)

Strategiaan, toimintaympäristöön ja kohdeyhtiön liiketoimintaan liittyvän analysoinnin kautta yritysostoa suunnittelevan tahon on mahdollista löytää kohdeyhtiön arvoajurit, jotka auttavat myös mahdollisten synergiaetujen havaitsemisessa. Arvoajureihin liittyvän analyysin tarpeellisuus usein vaihtelee tapauskohtaisesti ja tilanteen mukaan. Samalla toimialalla toimivilla yhtiöillä arvoajurit ovat usein samanlaiset, joten tämänkaltaisessa yritysostotilanteessa arvoajureiden yksityiskohtaisempi analysointi ei usein ole mielekästä. (Kallunki & Niemelä, 2012).



Kuva 4 Esimerkki liiketoiminnan keskeisistä arvoajureista (Kallunki & Niemelä, 2012)

Tilinpäätöksen analysointi muodostaa keskeisen osan arvonmäärityksen kohteena olevan yhtiön historiallisesta kehityksestä ja taloudellisen nykytilanteen arvioinnista. Empiiriset tutkimukset osoittavat, että tilinpäätöstiedoilla on olennainen rooli sekä yhtiön omistajien, että sijoittajien päätöksenteossa, sillä määritettävän yhtiön markkina-arvo heijastelee niiden taloudellista tilaa. (Katramo & Laurila, 2013, s. 75) Historiallisen analysoinnin lisäksi tilinpäätöstietojen analysointi toimii myös ennustetyökaluna kohdeyhtiön tulevan taloudellisen kehityksen ja potentiaalın arvioinnissa, joka linkittyy myös vahvasti tässä tutkielmassa käytettävään arvonmääritysmalliin. (Mellen & Frank, 2018, s. 59)

Kallungin ja Niemelän (2012) mukaan tilinpäätösten ja valittujen tunnuslukujen analysoinnilla parannetaan ymmärrystä kohdeyhtiön taloudellisesta kehityksestä ja suorituskyvystä. Lisäksi tunnusluku- ja tilinpäätösanalyysien avulla tulevaisuuden kassavirroille voidaan tehdä perusteltuja oletuksia historiaan viitaten. Tämänkaltaisia

oletukset kannattavuuden pysyvyydestä tietyllä tasolla, mikäli kohdeyhtiön historiassakin kannattavuus on pystytty pitämään tällä tasolla.

Yritystojen ja muiden järjestelyiden yhteydessä tilinpäätösanalyysin merkitys korostuu usein tärkeimmäksi yksittäiseksi seikaksi päätöksenteollisissa asioissa, eikä esimerkiksi yritystojia voida ikinä tehdä ilman tilinpäätösten tarkastelua. Yrityskauppojen yhteydessä tilinpäätöksiä tutkitaan usein useampaan otteeseen, sillä tilinpäätösanalyysi toimii perustana laadukkaan arvonmäärityksen lisäksi myös yritysjärjestelyn due diligence-prosessin keskeisenä osana. Tässä tutkielmassa due diligence-prosessiin ja tarkastukseen ei kuitenkaan kiinnitetä huomiota sen enempää. (Kallunki, 2022.)

Strategisen, liiketoiminnan ja tilinpäätösten analysoinnin jälkeen päästään tehtyjen selvitysten ja analyysien pohjalta rakentamaan ennustetta arvonmäärityksen kohteena olevan kokonaisuuden tulevaisuuden kehityksestä, joka voi olla merkittävä osa arvonmääritystä käytetystä arvonmääritysmenetelmästä riippuen. Koska yritystojen tilanteessa arvoa määritetään yhtiölle, jota ollaan ostamassa, ja jonka tulevaisuuden kehityssuunta on mahdollisesti ostajalle merkityksellinen, on ennusteilla usein erittäin tärkeä ja keskeinen rooli juuri yrityskauppojen yhteydessä tehtävissä arvonmäärityksissä (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020).

Myös Katramo & Laurila (2013) painottavat nykyaikaisen arvonmäärityksen tavoitetta määrittää arvo taloudellisen tilan ja tulevaisuuden tuottopotentialin perusteella, sillä ennustepohjainen lähestymistapa tarjoaa kattavamman kuvan kohteen reaalista arvosta. Tämän ajatuksen jakavat myös Copeland et al. (2000), joiden mukaan määritettävän yhtiön arvo perustuu tulevaisuudessa tuotettujen rahavirtojen tai lisäarvon summaan.

2.3.2 Riskit ja synergiat arvonmäärityksen tukena

Yritystojen riskisyyden ja synergioiden arviointi kuuluu olennaiseen osaan ennen arvonmäärityksen aloittamista. Yritystoihin liittyvät riskit voidaan Liimataisen ja

Lähteenmaan (2020) mukaan jakaa alla olevan kuvion mukaisesti ostajaa koskeviin riskitekijöihin (**subjektiriskit**) ja ostokohteeseen tai kohteen ja ostajan väliseen suhteeseen liittyviin riskitekijöihin (**objektiriskit**). Näille riskeille voidaan jakaa erilaiset riskitasot, jonka avulla ostaja voi arvioida kohdeyhtiöön ja sen mahdolliseen ostamiseen liittyviä riskejä.

		SUBJEKTIRISKI		OBJEKTIRISKI		
Yritystoston riskiprofiili	Ostajan yritystosto-kokemus ja -osaaminen	Tunnistettut synergiaedut ja liittymä-pinnat omaan strategiaan	Ostajan markkina-arvo suhteessa osto-kohteeseen	Osto-kohteen avain-henkilöiden kyvykkyydet	Maan-tieteellinen etäisyys	Kulttuuril-linen etäisyys
Matala riski	Korkea	Korkea	Korkea	Korkea	Matala	Matala
Kohtuullinen riski	Kohtuullinen	Kohtuullinen	Kohtuullinen	Kohtuullinen	Kohtuullinen	Kohtuullinen
Korkea riski	Matala	Matala	Matala	Matala	Korkea	Korkea

Kuva 5 Yritystosten riskiprofiilit (Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)

Yllä olevaan taulukkoon peilaten ostajan on helpompi arvioida valitsemaansa potentiaaliseen yritystosto-kohteeseen liittyviä riskejä suhteessa liiketoimintaansa ja yhtiöönsä. Yrityskauppatilanteissa kohdeyhtiöön liittyvillä sekä havaituilla riskeillä on aina vaikutus arvonmäärityksessä käytettäviin ennusteisiin ja indikaattoreihin, kuten tuottovaatimukseen. (Koller, 2015; Liimatainen & Lähteenmaa, 2020)

Erilaisten riskien kanssa varsinkin aiemmin mainittujen teollisten toimijoiden tekemissä yritystostoissa synergiat ja niiden analysointi ovat keskeisessä roolissa. Näiden totaalinen arviointi ja määrittäminen ovat usein yritystostoihin liittyvien arvonmääritysten haasteellisin tehtävä. Mellenin (2018) mukaan synergia voidaan yksinkertaisesti selittää sillä, että yritystostoissa ostajan tahtotilana on saavuttaa tilanne, jossa "1+1>2". Mellen (2018) jakaa synergialähteet viiteen tekijään:

1. Tuottoihin liittyvät parannukset
2. Kuluihin ja kulurakenteeseen liittyvät synergiat
3. Prosessikehitykseen ja käytettävissä olevaan teknologiaan liittyvät parannukset
4. Rahoitukseen ja taloudelliseen asemaan liittyvät synergiat
5. Riskien vähentymiseen liittyvät synergiaedut

Katramo & Laurila (2013) ovat lisänneet omassa kirjassaan myös verotukseen liittyvät synergiat yhdeksi lähteeksi, joka tarkoittaa esimerkiksi tappioiden hyödyntämismahdollisuuksia.

Koska synergiaetuja on hyvin vaikea ennustaa ja arvioida täysin tarkasti, tehdään näihin liittyen usein esimerkiksi erilaisia skenaarioanalyysyjä, jossa arvioidaan synergioiden vaikutuksia erilaisten tulevaisuuden ennusteiden kautta. Skenaarioissa voidaan vertailla synergioiden vaikutuksia esimerkiksi niiden voimakkuuden, epävarmuuden ja riskin, sekä vaikutusajan kautta. (Katramo & Laurila, 2013.)

Damodaranin (2002) mukaan synergiaedut tulisi ottaa huomioon määrittäessä arvoa yrityskaupalle, mutta esimerkiksi Jorma Eloranta sanoo kirjassaan (2018), ettei näitä tulisi huomioida arvoa nostavana tekijänä. Konsensusena näistä voitaisiin kuitenkin sanoa, että ostajan kannattaa omissa laskelmissaan huomioida synergiaetuja, mutta niitä ei rahoitusteoreettisesti kannata hinnoitella liiallisesti osaksi yrityksen arvoa niiden ollessa spekulatiivisia.

3 Yrityksen arvonmäärityksen teoria

Yrityksostoissa ostajan yksi keskeisimmistä tehtävistä on suorittaa arvonmääritys ja luoda perusteltu lähtökohta oston kohteena olevasta yhtiöstä ja maksettavasta kauppahinnasta. Akateeminen tutkimus ja yritysmaailman käytänteet ovat pääosin yksimielisiä siitä, että kohdeyhtiön nykyiset varat, velat ja tulevat kassavirrat määrittävät pitkälti kohdeyhtiön arvon (Mazzariol & Thomas, 2016). Laadukkaan arvonmäärittämisen merkityksestä kertoo, että, McKinseyn analyysin mukaan jopa 63 % yritystoston tehneestä yrityksestä maksoi ostamistaan yhtiöistä liikaa (Capido et. al, 2009).

Vaikka yritysostotilanteessa arvonmäärityksen metodologiset peruseriaatteet ovat yhteneväisiä muiden arvonmääritystilanteiden kanssa, on yritysostotilanteissa useita erityispiirteitä, joita arvonmäärittäjän tulee huomioida. Koska yritystoston tavoitteena on määräysvallan hankinta yrityskaupan myötä, tullaan yrityskaupan arvonmäärityksessä yleensä hyödyntämään syvällisempää tai mahdollista ei-julkista informaatiota erityisesti yrityskaupan loppuvaiheessa. Lisäksi edellisessä kappaleessa mainittujen synergioiden näytellessä merkittävää roolia yritysostoissa, tulee ostajan arvioida aina synergia potentiaalia määrittäessä oston kohteena olevan yhtiön arvoa. Synergia potentiaalilin ja ostajan strategisten tavoitteiden vuoksi arvonmääritys on myös erilainen eri ostajien näkökulmasta. (Katramo & Laurila, 2013, s. 71)

Arvonmääritys on terminä erittäin monisäikeinen. Sen on kuvattu yhdistelevän taiteen ja tieteen oppeja, jossa yhdistyy menetelmiä sekä tieteellisistä talous- ja rahoitusteorian periaatteista että käytännön ja luovuuden menetelmistä (Seppänen 2017, s. 34). Arvonmääritystä voidaan käyttää useassa yhteydessä, vaikka lähtökohtaisesti sen käyttötarkoitus ja tavoite on usein sama; selvittää sekä analysoida arvonmäärityksen kohteena olevan omaisuusluokan kyseisen ajankohdan arvo. Luotettava ja kattava arvonmääritys antaa tekijälleen selkänöjan ja perustan, jonka suorittamisen jälkeen päätöksenteko liittyen arvonmäärityksen kohteena olevaan omaisuuserään koetaan selkeämmäksi ja johdonmukaisemmaksi sisältäen kuitenkin aina arvonmääritykselle tyypillisen epävarmuuden. (Kallunki & Niemelä, 2012).

Seppäsen (2017) mukaan arvonmäärityksessä pyritään huomioimaan kohteen sekä kvalitatiiviset että kvantitatiiviset tekijät, joilla on merkittävä vaikutus kohteena olevan yhtiön arvoon. Lisäksi arvonmääritysprosessin perusteella arvonmäärittäjä tekee analyyttiset johtopäätökset kohteen arvioidusta arvosta. Juuri siinä piileekin arvonmäärityksen luova ulottuvuus, sillä jokainen arvonmääritys on aina tekijänsä näköinen niiden sisältäessä lähtökohtaisesti aina arvonmäärittäjän omia tulkintoja saatavilla olevasta taloudellisesta ja strategisesta informaatiosta.

Tässä luvussa käydään läpi arvonmäärityksen teoriaa ja esitellään arvonmääritysmenetelmät, jotka luovat pohjan seuraavassa pääluvussa alkavalle empiiriselle tutkimustyölle, jossa määritellään tämän tutkielman arvonmäärityksen kohteena olevan kohdeyhtiön liiketoiminnan stand-alone-arvo esiteltyä teoriaa ja arvonmääritysmenetelmiä hyödyntäen.

3.1 Arvonmääritysmenetelmien valinta

Arvonmääritysprosessin strategisten, liiketoiminnallisten ja taloudellisten analyysien pohjalta laadittujen ennusteiden pohjalta aloitetaan kvantitatiivinen sekä kvalitatiivinen arvonmääritys. Erityisesti yrityskauppatilanteissa maksettavan kauppahinnan määrittäminen ilman teoreettisesti perusteltuja ja johdonmukaisia arvonmääritysmalleja on haastavaa.

Seppänen (2017) toteaa menetelmän oikeanlaiseen valintaan vaikuttavan kyseisen metodin käyttämisen yleisyys ja hyväksyttävyyys käyttöön tarkoitettussa tilanteessa sekä käytettävän aineiston saatavuuteen ja luotettavuuteen liittyvät seikat.

Kallunki & Niemelä (2012) sekä Katramo & Laurila (2013) jakavat arvonmäärittämisessä käytetyt menetelmät yleensä kahteen eri luokkaan: **arvostuskertoimiin** (suhteellinen arvonmääritys) sekä **arvonmääritysmalleihin**. Tässä tutkielmassa hyödynnetään näitä molempia luokkia määritettäessä arvoa tutkielman kohdeyhtiölle, joten myös

teoriaosuus käsittää molempien menetelmien läpikäymisen. Tarpeeksi monipuolista ja laadukasta arvonmäärittystä tehtäessä on hyvä suosia useampaa kuin yhtä arvonmäärittämenetelmää tai pelkkää arvostuskerrointa (Seppänen, 2017).

Tässä tutkielmassa on päädytty tarkastelemaan kohdeyhtiön arvonmäärittystä nimenomaan yrityskaupan yhteydessä hyödyntäen rahoitusteoreettisesti ja yleisesti hyväksyttyä, tulevaisuuden tuottoarvoon perustuvaa diskontattujen kassavirtojen mallia (DCF), jota täydennetään hyödyntämällä kohde- sekä caseyhtiön toimialalta poimittujen listattujen vertailuyhtiöiden ja toimialan toteutuneiden yrityskauppojen arvostuskertoimia. Seppänen (2017) kertoo kirjassaan tulevaisuuden tuottoarvoon perustuvan lähestymistavan olevan varsinkin ostajan näkökulmasta yleinen malli määrittää kohdeyhtiön kyky tuottaa taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Tämä on sinänsä ymmärrettävää, sillä tulevaisuushan on juuri se asia, jota ostaja on ostamassa.

Strateginen ostaja voi tilanteesta riippuen antaa merkittävääkin painoa tulevaisuuden tuottoarvoon perustuvalla DCF-mallille, mikäli uskoo omien toimiensa myötä parantavansa kohdeyhtiön kykyä tuottaa kassavirtoja tulevaisuudessa. (Seppänen, 2017).

Varsinkin suuremman kokoluokan ja julkisesti noteerattujen yhtiöiden yrityskaupoissa on maksettu stand-alone-arvonmäärittäykseen verrattuna ylihintoja, jotka Kengelbachin ja Roosin (2011) tekemän tutkimuksen mukaan liittyvät mm. huutokauppatilanteisiin usean ostajakandidaatin ollessa kiinnostunut kohdeyhtiöstä, kohdeyhtiön arvon yliarvostukseen, odotettujen synergiaetujen yliarvostukseen, tarjouskilpailun aiheuttamaan tunnesidonnaisuuden syntyyn ja epäonnistumisiin due diligence - tarkastuksessa. Osa näistä seikoista ovat varmasti eliminoidavissa myös laadukkaan ja tarkoituksenmukaisen arvonmäärittäyksen avulla, joka on valittu ostokohteen mukaisesti oikein sekä laadittu prosessin mukaisin keinoin.

3.2 Vapaiden diskontattujen kassavirtojen (DCF) -malli

Diskontattujen vapaiden kassavirtojen (DCF) mallia voidaan pitää yhtenä yleisimmistä ja yhtenä pätevimmistä rahoitusteoreettisesti perustelluista arvonmäärittämismenetelmistä. Esimerkiksi Brown et al. (2015) havaitsivat omassa tutkimuksessaan, että DCF-malli on analyytikoiden toiseksi yleisin käytetty malli P/E-mallin jälkeen.

DCF-malli on tulevaisuuden tuottoihin eli kassavirtoihin perustuva arvonmäärittäysmalli, joka kuuluu niin sanottuun nykyarvomallien joukkoon. Nykyarvomalleille olennaista on, että tulevaisuuteen ennustetut rahavirrat (tässä tilanteessa kassavirta) diskontataan arvonmäärittäyshetkeen diskonttokorkoa hyödyntäen, joka perustuu yleisimmin keskimääräiselle pääoman kustannukselle (WACC) eli toisin sanoen tuottovaatimukselle, jota on käsitelty seuraavaksi omana alalukunaan. Nykyarvomalleja pidetään yleisesti myös eniten teoreettista pohjaa omaavina malleina. (Seppänen, 2017; Kallunki & Niemelä, 2012; Katramo & Laurila, 2013)

Kassavirtamallin käytännölliset edut perustuvat siihen, että kassavirtalaskelmat seuraavat ainoastaan kohdeyhtiön kassassa tapahtuvia liikkeitä, jotka eivät ole alttiita tilinpäätöksen subjektiivisille valinnoille. Lisäksi kassavirtaperusteisen arvonmäärittäysmallin etuna on, että se mahdollistaa yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöiden ja tulevan tuloskehityksen edellytysten tarkastelun, joka varsinkin yritysostotilanteissa kiinnostaa ostajaa. (Katramo & Laurila, 2013.)

DCF-malli koostuu matemaattisesti kahdesta pääasiallisesta komponentista;

1. Tarkasta ja yksityiskohtaisemmasta ennusteperiodista ja sen kassavirtojen nykyarvosta. (Yrityksen vapaat kassavirrat ennustetaan jokaiselle tilikaudelle erikseen)
2. Terminaaliperiodista, joka tarkoittaa aikaa tarkemman ennusteperiodin jälkeen. (Ei tehdä tilikausittaista kassavirtaennustetta erikseen, vaan nojataan esimerkiksi vakaaseen ja tasaiseen kasvuun)

Näiden pohjalta muodostuu yrityksen liiketoiminnan arvo (EV), jonka matemaattinen kaava on esitetty seuraavassa esimerkissä (1) ja se perustuu Seppäsen (2017) esimerkkiin hänen kirjastaan.

(1)

$$EV_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^T}$$

Jossa EV_0 = Liiketoiminnan arvo arvonmäärityshetkellä (vapaiden kassavirtojen nykyarvo)

FCF_t = Vapaa kassavirta liiketoiminnasta per vuosi ajanjaksolla $t = 1 - T$, jossa T on viimeinen tarkemman ennusteperiodin ajanjakso (vuosi) ja 1 on ensimmäinen ennustettava vuosi

$WACC$ = Koko pääoman painotettu keskimääräinen kustannus

TV_T = Arvo terminaaliperiodin alussa eli tarkan ennusteperiodin lopussa ($t=T$): Kaikkien vapaiden kassavirtojen nykyarvo terminaaliperiodilla eli hetkestä T eteenpäin

Σ = Kaikkien yksittäisten jaksojen ajalta ($t = 0 - T$) eli

vuosittaisten vapaiden kassavirtojen nykyarvojen summa

3.2.1 Vapaan kassavirran mallin valinta

Vapaita kassavirtoja ja niiden mallia (Free cash flow, FCF) lähestytään kirjallisuudessa erilaisten lähestymistapojen kautta, joista yleisimmät ovat:

1. Suoraan oman pääoman arvon kautta (Free cash flow to equity, FCFE)
2. Epäsuorasti koko yrityksen arvon kautta (Free cash flow to firm, FCFF)

Suoraan omalle pääomalle laskettavan vapaan kassavirran mallissa arvonmäärityksen kohteena olevan yhtiön vapaista kassavirroista vähennetään myös kaikki investointeihin liittyvät kassavirrat sekä korollisista veloista aiheutuneet velkapääoman muutokseen ja rahoituskuluihin liittyvät erät, jota havainnollistetaan esimerkissä (1). Suorassa tavassa

diskonttokorkona käytetään myös puhdasta oman pääoman ehtoista kustannusta, eikä vieraan pääoman kustannukselle anneta tässä kohtaa enää painoarvoa, kun korollisiin velkoihin liittyvät erät ovat jo huomioituna kassavirtaa vähentävänä tekijänä. FCFE-mallia sovelletaankin usein sellaisten yhtiöiden tapauksissa, joissa operatiivisia ja pelkästään rahoitukseen liittyviä velkoja on vaikea erottaa toisistaan. Oman pääoman arvon laskemista FCFE-mallilla havainnollistetaan esimerkeissä (2 & 3). (Seppänen, 2017.)

(2)

<p>Liikevaihto</p> <p>– Operatiiviset kulut</p> <p>= Liiketulos (EBIT)</p> <p>– Laskennalliset verot EBIT:stä</p> <p>= NOPAT eli EBIT verojen jälkeen</p> <p>+ Poistot ja muut ei – kassavirralliset tulot ja menot</p> <p>± Käyttöpääoman muutos</p> <p>= Liiketoiminnan kassavirta (Operatiivinen)</p> <p>± Käyttöomaisuusinvestoinnit</p> <p>= Vapaa kassavirta liiketoiminnasta (FCF)</p> <p>± Korollisten velkojen muutos</p> <p>– Rahoituskulut</p> <p>+ Rahoituskulujen verohyöty</p> <p>= Vapaa kassavirta omalle pääomalle (FCFE)</p>
--

(Netto)käyttöpääoman muutos voi olla merkittävässä roolissa varsinkin voimakkaasti kasvavien yhtiöiden arvonmäärittämisessä. Ennustettaessa käyttöpääoman muutosta, voidaan toteutuneita käyttöpääomatasoja suhteuttaa toteutuneeseen liikevaihtoon ja olettaa näiden kasvavan samassa suhteessa myös tulevaisuudessa. Käyttöomaisuusinvestoinneilla tarkoitetaan kohdeyhtiön esimerkiksi tarkemman ennusteperiodin aikana tehtäviä investointeja koneisiin, laitteisiin, rakennuksiin tai aineettomiin tutkimus- ja kehitysmenoihin. Investointien määriä ennustettaessa voidaan ajatella sitä, että niiden tulisi olla linjassa liiketoiminnan mahdollisen kasvun kanssa sekä ajatella, että kohdeyhtiön poistojen määrän tulisi vastata investointien määrää

ennusteperiodin lopussa, jotta mahdollinen kasvu on teoreettisesti perusteltavissa. (Katramo & Laurila, 2013.)

$$(3) \quad \text{Yrityksen oman pääoman arvo} = \frac{FCFE_1}{r_e - g},$$

missä FCFE = Vapaa kassavirta omistajille (omalle pääomalle)

r_e = Oman pääoman tuottovaatimus

g = Kassavirtojen kasvuvauhti (%)

Malleista yleisimmin käytetty FCFE hyödyntää ns. epäsuoraa arvonmäärityksen lähestymistapaa. Mallissa diskonttokorkona hyödynnetään WACC:ia eli pääoman keskimääräistä kustannusta, joka huomioi myös vieraan pääoman eli velkavivun painon kustannusta laskettaessa. Näin ollen vapaasta operatiivisesta kassavirrasta ei vähennetä FCFE-mallista poiketen vieraaseen pääomaan liittyviä muutoksia tai rahoituskuluja, vaan huomioidaan pelkästään vapaata kassavirtaa liiketoiminnasta (FCF), jota on havainnollistettu esimerkin (2) katkoviivojen sisällä olevassa kaavassa. Epäsuoran mallin avulla oman pääoman arvo saadaan vähentämällä saadusta koko yrityksen arvosta (EV, esimerkissä 1) vieraan pääoman rahoittajille kuuluva osuus esimerkin (4) mukaisesti. (Seppänen, 2017; Katramo & Laurila, 2013)

$$(4) \quad \begin{aligned} & \text{Liiketoiminnan arvo (EV)} \\ & + Ei - \text{operatiivisten varojen markkina - arvo} \\ & - \text{Korollisten velkojen markkina - arvo} \\ & = \text{Oman pääoman arvo} \end{aligned}$$

Esimerkin (4) mukaisesti ei-operatiivisten varojen markkina-arvolla tarkoitetaan esimerkiksi sellaisia tilinpäätöksessä olevia eriä, jotka voivat olla kohdeyhtiön operatiivisen liiketoiminnan ulkopuolelle, kuten sijoitustoimintaan liittyviä varoja (tai velkoja). Yksinkertaistamisen vuoksi erityisesti yrityskauppihin liittyvien

arvonmääritysten yhteydessä tehdään yleensä oletus siitä, että kohdeyhtiön kaikki rahoitukseen liittyvät varat sekä korolliset velat ovat ei-operatiivisia eriä. Tämän oikaisun taustalla on oletus siitä, että mainitut erät eivät vaikuta arvonmäärittämisen kohteena olevan yhtiön liikevaihtoon tai liiketulokseen, mutta niiden katsotaan rahoittavan kohdeyhtiön liiketoimintaa, joka on huomioitu pääoman kustannuksessa (WACC). Oman pääoman arvo tulee selvittää varsinkin niissä tilanteissa, kun kyseessä on osakekauppa eikä liiketoimintakauppa. (Seppänen, 2017.)

3.2.2 DCF-mallin tarkempi ennustejakso

Kun vapaan kassavirran malli on valittuna, on vuorossa kassavirtaperusteisen arvonmäärittämisen kannalta yhden merkittävimmän yksittäisen komponentin estimointi; tarkemman ennustejakson pituuden määrittely ja ennustejaksolla kertyvien kassavirtojen ennustaminen.

Tarkemman ennustejakson pituus vaihtelee arvonmäärittämisestä ja sen käyttötarkoituksesta riippuen usein n. 3–10 vuoden välillä. Ennustejakson pituuden valintaan vaikuttaa esimerkiksi liiketoiminnan luonne, ennusteiden tekemiseen liittyvä luotettavuus siitä, kuinka pitkälle luotettavia ennusteita voidaan ylipäättään laatia, arvonmäärittämisen kohteena olevan yhtiön historia ja elinkaaren vaihe, odotettujen muutosten määrä ja vaikutukset ennusteperiodin aikana sekä arvonmäärittäjän omat preferenssit. Taustalla jokaisessa kassavirtaperusteisessä arvonmäärittämisessä on kuitenkin ennustaa, miten ja kuinka nopeasti kohdeyhtiön kassavirrat ja liiketoiminta tulee kehittymään sellaiseen tilaan, jota voidaan kutsua vakiokasvun tilaksi. Kun arvonmäärittämisen kohteena oleva yhtiö saavuttaa tämän tilan, voidaan sen ajatella siirtyvän terminaalijaksolle, vakiokasvun aikaan. Usein myös käytetään peukalosääntönä viiden vuoden ennustejaksoa, koska se on nykyajan arvonmäärittämistä käsittelevässä kirjallisuudessa käytetty yleinen malli. (Seppänen, 2017.)

Tarkemman ennusteperiodin kassavirtojen ja liiketoiminnan ennustaminen vaatii kohdeyhtiön sekä mahdollisesti toimialan taloudellisen informaation tutkimista ja

analysointia, johon tutkielmassa viitattiin jo aiemmin kappaleessa (2.3.1). Yleinen käytetty lähestymistapa ennusteperiodille on liikevaihdon muutoksen pohjalta kautta lähestyvä ”*suhteellinen osuus liikevaihdosta*”-menetelmä. Tässä menetelmässä tuloslaskelman ja taseen erien ennustaminen perustuu suoraan tai epäsuoraan liikevaihdon määrään. Vertailukohtia erilaisten oletusten ja ennusteiden arvioinnille antavat mm. kohdeyhtiön historiallinen suoriutuminen, kohdeyhtiön toimialalla toimivista verrokeista ja toimialan kehityksestä laaditut ennusteet sekä esimerkiksi markkinoita ja taloutta tutkivien analyytikoiden laatimat ennusteet. (Seppänen, 2017, Kallunki & Niemelä, 2012; Katramo & Laurila, 2013)

3.2.3 Keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) & diskonttauskorko

Koska ennustetut kassavirrat esimerkiksi 5 vuoden päästä eivät ole rahan aika-arvo huomioiden yhtä arvokkaita kuin ne olisivat tänä päivänä, on aika määrittää kassavirtoihin kohdistuvaa riskiä huomioiva diskonttauskorko, jonka avulla tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvo saadaan selville. (Damodaran, 2002; s. 351.)

Pääoman kustannus, diskonttauskorko ja tuottovaatimus ovat useimmissa arvonmäärittämissä toistensa synonyymeja, jolla on merkittävä rooli arvonmäärittämissä lopputuloksen kannalta. Joissakin tilanteissa tuottovaatimus voidaan määrittää ilman yksityiskohtaista analyysiä sen taustalla olevista tekijöistä, jos esimerkiksi sijoittaja on vain yksinkertaisesti määrittänyt sijoitukselleen jonkun tietyn tuottovaatimuksen.

Tässä arvonmäärittämissä diskonttauskorkona hyödynnetään kuitenkin erittäin yleistä ja rahoitusteoreettisesti käytettyä mallia keskimääräisestä pääoman kustannuksesta (WACC). Tämä pääoman kustannus eli tuottovaatimus kuvastaa sijoittajien korvausvaatimusta ottamastaan riskistä, ja se toimii keskeisenä muuttujana useimmissa arvonmäärittämissä. Lisäksi pääoman kustannus on merkittävässä roolissa myös mainitun rahan aika-arvon huomioimisen vuoksi, sillä eri aikoina saadut rahavirrat eivät ole keskenään vertailtavissa ilman diskonttausta nykyhetken arvoon. Tuottovaatimuksesta voi olla hyötyä myös arvonmäärittämissä ulkopuolella esimerkiksi

erilaisten investointien kannattavuuksien arvioimisessa ja käyvän arvon määrittelyssä. WACC muodostuu sekä oman pääoman että vieraan pääoman (korollisten velkojen) tuottovaatimuksista ja sen määrittelemiseen vaatii näiden molempien pääomaerien kustannusten laskentaa. Kun erilliset kustannukset ja niihin liittyvien riskien vaikutukset ovat estimoitu, yhdistetään nämä yhdeksi kokonaisuudeksi muodostamalla pääoman keskimääräinen kustannus. (Katramo & Laurila, 2013.)

Seppäsen (2017) mukaan WACCn estimointiin ei ole olemassa yksiselitteisesti oikeita vastauksia, vaan hyväksyttävät ratkaisut ovat useimmissa tapauksissa kontekstisidonnaisia ja edellyttää arvonmäärittäjältä tapauskohtaista harkintaa, jossa valintojen on perustuttava talous- ja rahoitusteoreettisesti kestäville perusteille ja käytettävissä olevien syöttötietojen luotettavuuteen ja tarkkuuteen. Myöhemmässä vaiheessa esiteltävä herkkyysoanalyysi onkin olennainen osa WACCn arviointia, jossa näille mittaus- ja estimointivirheille sekä -oletuksille luodaan vaihteluvälit. WACCn komponentit ovat esitelty seuraavassa esimerkissä (5) (Kallunki & Niemelä, 2012).

$$(5) \quad WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_D \times (1 - T_c), \text{ missä}$$

E = Yhtiön oman pääoman markkina-arvo

D = Vieraan pääoman (korollisten velkojen) markkina-arvo

V = Koko pääoman markkina-arvo

R_E = Oman pääoman kustannus

R_D = Vieraan pääoman (korollisten velkojen) kustannus

T_c = Yhtiöverokanta (Saatettu laskea myös vieraan pääoman yhteydessä)

Yritysosto ja -järjestely tilanteissa WACCiin liittyvä määrittely on keskeisessä roolissa varsinkin ostajatahon tekemiin skenaarioanalyysihin liittyen. Koller et al. (2020) painottavat sitä, että mikäli ostokohteesta tehty valuaatio pyritään suorittamaan itsenäisenä entiteettinä, niin kutsutulla stand-alone-arvolla, tulee WACCksi määrittää kohdeyhtiön tase- ja rahoitusrakenteen mukainen diskonttauskorko. Damodaran (2012)

sekä Brealey et al. (2022) puhuu ns. ostajan WACCsta, jos yritysostoa arvioidaan strategisena investointina. Ostokohteelle voidaan siis ennustaa omat itsenäiset kassavirrat niin, että huomioidaan ostosta mahdollisesti realisoituvat synergiaedut ja diskonttokorkona käytetään ostavan yhtiön WACCia, joka yritysostotilanteissa voi olla ostokohteen WACCia vähäriskisempi. Ostaja harvoin perustaa hintaansa Damodaranin (2012) sekä Brealeyn ja muiden (2022) mallin kautta saadulle arvolle, koska sitä kautta kohdeyhtiön arvo on usein suurempi. Malli toimii kuitenkin yritysostajalle hyvänä strategisena työkaluna potentiaalisen ostokohteen maksimaalisen arvon ja investoinnin kannattavuuden laskemisen arvioimisessa.

3.2.3.1 Oman pääoma ja sen kustannus

Yleisesti ottaen omaan pääomaan liittyvän tuottovaatimuksen tai kustannuksen selvittäminen ja estimointi on yksi rahoitusteorian vaikeimmista tehtävistä, koska sitä ei ole näkyvillä suoraan vieraan pääoman ehtoisten korkomaksujen tapaan. (Kallunki & Niemelä, 2012). Lähtökohtana oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä on ajatus siitä, että kohdeyhtiön osakkeenomistajat eli oman pääoman ehtoiset rahoittajat saavat ottamalleen riskille tuottoa ja se käsittää pääsääntöisesti 2-4 erilaista osatekijää, joista koostuu oman pääoman kustannusta käsittelevä kaava (6).

$$(6) \quad R_E = R_f + \beta * MRP + R_{muut} , \text{ jossa}$$

R_f = Riskitön korko

MRP = Osakemarkkinoiden yleinen riskipreemio

β = Beta-kerroin

R_{muut} = Mahdolliset muut riskilisät (käyttö tapauskohtaista)

Yllä olevaa kaavaa voidaan kutsua eräänlaiseksi sovellukseksi rahoitusteoreettisesti tutusta ja perustellusta CAPM-mallista (Capital Asset Pricing Model). Seppäsen (2017) mukaan CAPM-malli on teoreettisin perustein oikea malli, muttei toimivuudeltaan kuitenkaan täydellinen, sillä täydellisesti tarkka estimaatti vaatii toimiakseen estimoitavan osakkeen tai omaisuuserän erittäin aktiiviset ja likvidit markkinat. Malli

kuitenkin luo hyödylliset, toimivat ja suuntaa antavat lähtökohdat kaikille arvonmäärityksen kohteena olevien yhtiöiden omien pääomien tuottovaatimuksen estimoinneille.

Riskitön korko määritellään usein hyvin yksinkertaisesti käyttämällä esimerkiksi vakaan valtion (AAA-luottoluokitus) joukkovelkakirjojen tuotto-odotusta 10 vuoden maturiteetille. Yksinkertaistamisen vuoksi riskitön korko kiinnitetään usein yhdelle tietylle tasolle koko ennusteperiodiksi, johon sovelletaan esimerkiksi kyseisen ajan keskiporkoa. (Katramo & Laurila, 2013.)

Osakemarkkinoiden yleisen riskipreemion tai markkinariskipreemion estimointi voidaan toteuttaa usealla erilaisella tavalla. Seppänen (2017) esittää kirjassaan tavan estimoida markkinariskipreemio perustuen pitkän aikavälin historialliseen eroon keskimääräisen osakeindeksituoton ja riskittömän valtion joukkovelkakirjalainojen tuoton välillä (7).

$$(7) \quad MRP = R_m - R_f, \text{ jossa}$$

R_m = Valitun osakeindeksin keskimääräinen tuotto

R_f = Riskitön korko

Toinen vaihtoehto osakemarkkinoiden yleisen riskipreemion estimointiin on hyödyntää markkinaosapuolille tehtyjä kyselytutkimuksia, joissa markkinariskipreemioille annetaan paikallisesti keskimääräisiä indikaatioita. Esimerkiksi kansainvälinen konsulttitalo PwC on laatinut vuodesta 1999 lähtien kyselytutkimuksen Suomen osakemarkkinoiden keskimääräisestä markkinariskipreemiosta (PwC, 2024).

Betakerroin on keskeinen mittari osakesijoituksen systemaattisen riskin arvioimisessa, eli sen herkkyydessä markkinoiden yleisiin tuottojen vaihteluihin. Betakertoimen arvo kertoo, kuinka voimakkaasti yksittäisen osakkeen tuotto korreloi markkinaportfolion tuoton kanssa. Jos osakkeen beetakertoimen arvo on yksi, sen odotetaan seuraavan markkinoiden tuottoja keskimääräisellä tavalla. Alle yhden oleva beeta indikoi osakkeen

matalampaa volatilitteettia suhteessa markkinaan, kun taas yli yhden arvo viittaa keskimääräistä korkeampaan herkkyyteen. Empiirisesti pörssilistatun osakkeen beta voidaan estimoida kahdella pääasiallisella tavalla: historiallisesti osakkeen ja markkinaindeksin tuottoaikasarjojen regressioanalyysin avulla (ns. markkinamalli), tai vaihtoehtoisesti tilinpäätösperusteisesti, käyttämällä yrityksen fundamenttitekijöitä – kuten pääomarakenne, operatiivinen vipuvaikutus ja toimialakohtaiset riskit – ennustamaan beetan suuruutta. (Katramo & Laurila, 2013; Sharpe, 1964; Fama & French, 2004)

Yritystotilanteessa, jossa kohdeyhtiö ei ole julkisesti listattu, beetakertoimen estimointi perustuu tyypillisesti liiketoiminnaltaan samankaltaisten, listattujen verrokkiyhtiöiden havaittuihin beetakertoimiin tai toimialalle johdettuun betakertoimeen (Seppänen, 2017). Näistä johdetaan velattomat betat, jotka kuvaavat liiketoimintariskin systemaattista osaa ilman pääomarakenteen vaikutusta. Tämän jälkeen beta mukautetaan arvioidun kohdeyhtiön rahoitusrakenteeseen. Menettely on perusteltu, koska listaamattomien yritysten markkinadataa ei ole saatavilla ja verrokkianalyysi mahdollistaa teoreettisesti johdonmukaisen tavan määrittää systemaattinen riski CAPM- ja WACC-laskelmia varten (Damodaran, 2012; Koller et al., 2020). Toisaalta yritystotilanteissa voidaan yksinkertaistamiseksi hyödyntää myös ostavan yhtiön omaa beetakerrointa, mikäli esimerkiksi ostava taho on listattu ja WACCina käytetään ostavan tahon estimaattia.

Muut mahdolliset riskilisät voivat sisältää kohdeyhtiön toimialaan, yrityskohtaisiin riskeihin, kuten kohdeyhtiön pieneen kokoon, henkilöstöön ja johdon kykyihin liittyviä seikkoja, jotka osaltaan nostavat omalle pääomalle asetettua tuottovaatimusta. Liimatainen ja Lähteenmaa (2020) käyttävät kirjassaan esimerkkejä laajennetusta CAPM-mallista, jossa kuviossa (6) esiteltynä kohtaan " R_{muut} " sisällytetään ns. "small size risk premium" tai "C-SRP eli yrityskohtainen riskipremio".

Yritystojien kannattaa suhtautua riskeihin aina vakavasti ja pohtia ostettavan kohteen arvoa varovaisuuden periaatteita noudattaen. Fama ja French (1993) sekä Pratt ja Grabowski (2022) ovat käyttäneet tutkimuksissaan kohdeyhtiön kokoon liittyvää preemiota, koska tutkimusten mukaan pienyhtiöt kantavat todistetusti korkeampaa tuottovaatimusta. Pientä yhtiötä koskeva preemio on tyypillisesti 2–6 prosenttia, joka lisätään oman pääoman tuottovaatimuksen päälle.

3.2.3.2 Vieras pääoma (korollinen velka) ja sen kustannus

Rahoitusrakenteen osatekijöistä vieraan pääoman kustannus on usein helpoimmin kvantifioitavissa, koska se perustuu yleisesti sopimus pohjaisiin ja ulkoisesti havaittavissa oleviin kassavirtoihin. Vieraan pääoman kustannus kuvastaa sitä tuottovaatimusta, jonka vieraan pääoman sijoittajat, kuten pankit tai joukkovelkakirjojen haltijat ovat asettaneet kohdeyhtiön luottoehdoille. Korollisten velkojen kustannusta määritellään seuraavan kaavojen (8) tai (9) mukaan.

$$(8) \quad R_D = (R_f + DRP) \times (1 - T), \text{ jossa}$$

DRP = Luottoriskipreemio
T = Yhtiön laskennallinen verokanta (%)

$$(9) \quad R_{DAT} = (R_D) \times (1 - T), \text{ jossa}$$

R_{DAT} = Korollisten velkojen kustannus verojen jälkeen
 R_D = Korollisen velan nimelliskustannus (esimerkiksi nykyisten velkainstrumenttien painotettu keskikorko)

3.2.3.3 Pääomakustannusten ja pääomien painottaminen

Kun sekä vieraan että oman pääoman kustannukset ovat saatu selville, siirrytään laskemaan molempien pääomaluokkien painot, joilla on keskeinen vaikutus lopulliseen WACC-arvoon, joka on esitelty aiemmin esimerkissä (5) (Katramo & Laurila, 2013).

Rahoitusteoriassa tunnetaan useampi yleisesti käytetty lähestymistapa kokonaispääomarakenteen määrittämiseen, joista tässä tilanteessa käsitellään kaksi:

- 1. Kirjanpitoarvoihin perustuvassa tavassa** pääomarakenne lasketaan taseessa raportoitujen oman ja vieraan pääoman (korollinen velka) määrien perusteella. Menetelmä on teknisesti yksinkertainen ja tilinpäätöksestä helposti todennettavissa, mutta se ei välttämättä kuvasta sijoittajien nykyisiä odotuksia tai markkinaehtoista arvonmuodostumista. (Katramo & Laurila, 2013; Seppänen, 2017)
- 2. Tavoitepääomarakenteeseen perustuvassa tavassa** hyödynnetään pitkän aikavälin strategista pääomarakennetta, joka voi perustua johdon tai ostajan asettamiin tavoitteisiin tai historiallisesti vakiintuneeseen rahoitusrakenteeseen. Tätä lähestymistapaa voidaan pitää suositeltavana erityisesti silloin, kun pyritään arvioimaan yrityksen pitkän aikavälin arvoa tai sovelletaan kassavirtaperusteista arvonmäärittäystä. Tavoitepääomarakenteen käyttö tuo laskentaan vakautta ja ennustettavuutta verrattuna markkina-arvoihin perustuviin, hetkellisesti vaihteleviin arvoihin (Koller et al., 2020).

3.2.4 Terminaaliarvo ja vakiokasvun malli

Tarkempaa ennusteperiodia koskevien tulevien kassavirtojen ennustamisen ja diskonttauskoron estimoimisen jälkeen kolmantena keskeisenä komponenttina kassavirtamallissa on terminaaliarvoa ja vakiokasvun mallia koskevat määrittelyt. Terminaaliarvo kuvaa kohdeyhtiön kassavirtojen arvoa tulevaisuudessa tarkemman ennustejakson päättymisen jälkeen. Terminaaliarvo muodostaa usein suuren osan koko yrityksen arvioidusta arvosta, sillä terminaaliveike kattaa kassavirrat potentiaalisesti äärettömälle aikavälille ennustejakson kattaessa vain 3–10 vuotta. Tämä korostaa terminaaliarvon keskeistä roolia kyseisessä arvonmäärittäysmallissa. (Seppänen, 2017.)

Empiiristen ja teoreettisten arvioiden mukaan terminaaliarvon osuus yrityksen kokonaisarvosta voi vaihdella merkittävästi, mutta se voi kattaa jopa 70–90 prosenttia koko diskontattujen kassavirtojen nykyarvosta (Seppänen, 2017; Damodaran, 2012, s.

300). Tällainen dominanssi johtuu pitkän aikavälin kassavirtojen kertymisestä terminaalivaiheessa, erityisesti silloin, kun yrityksen oletetaan jatkavan toimintaansa vakaassa tilassa (steady state). Terminaaliarvon suuruuteen ja sen suhteelliseen osuuteen koko yritysarvosta vaikuttavat useat tekijät, joita ovat esimerkiksi tarkemman ennustejakson pituus, käytettävä diskonttauskorko, terminaalikasvu ja kassavirtojen suuruus terminaalivaiheen alkaessa (Seppänen, 2017).

Vakiokasvun kassavirtaperusteisessa arvonmääritysmallissa terminaalijakson kerryttämä arvo voidaan estimoida niin kutsutun Gordonin mallin mukaisesti (10), joka olettaa kohdeyhtiön toiminnan jatkuvan ikuisesti. Ikuisen kasvun malli on yleinen etenkin niiden arvonmääritysten yhteydessä, jossa oletetaan, ettei kohdeyhtiön toiminta ole loppumassa kovin lähellä nykyhetkeä. (Seppänen, 2017.)

$$(10) \quad TV_t = \frac{FCF_{T+1}}{(WACC-g)}, \text{ jossa}$$

TV_t = Terminaalijakson diskonttaamattomien kassavirtojen arvo

g = Kasvuvauhti terminaalijaksolla

Terminaalijakson kasvuvauhdin oletuksella on merkittävä vaikutus arvonmäärityksen lopputulokseen, jonka vuoksi sen realistinen ja teoreettisesti perusteltu määrittely on tärkeää. Terminaalikasvun ei tule ylittää kansantalouden pitkän aikavälin reaalista kasvuvauhtia. Kasvuoletuksen yläraja tulee olla teoreettisesti kestävyysoletuksen mukainen, jossa pitkällä aikavälillä yrityksen koko ei voisi kasvaa suuremmaksi kuin koko talous, jossa se toimii. Tämän vuoksi merkittävän suuret kasvuoletukset ovat epärealistisia ja johtaisi epärealistisiin yritysarvoihin. (Damodaran, 2012.)

Koska kaavassa (10) estimoitu terminaalijakson arvo antaa indikaation tarkemman ennusteperiodin loppuun eli terminaalijakson alkuun, tulee se vielä diskontata tarkan ennusteperiodin lopusta arvonmäärityshetkeen, jotta se olisi vertailukelpoinen tarkemmalle ennustejaksolle laskettujen kassavirtojen nykyarvojen kanssa (11). Ennusteperiodin ja terminaalijakson diskontattujen kassavirtojen yhteenlaskun

lopputulemana on arvonmäärityksen kohteena olevan yhtiön liiketoiminnan arvo (Yritysarvo, Enterprise Value, EV) (Seppänen, 2017; Liimatainen & Lähteenmaa, 2020.)

$$(11) \quad EV_0 = \frac{TV_T}{(1+WACC)^T}, \text{ jossa}$$

EV_0 = Terminaalijakson nykyarvo
 TV_T = Diskonttaamattomien kassavirtojen arvo
 T = Ennusteperiodin pituus vuosina

3.2.5 Herkkyys- ja skenaarioanalyysi

Seppänen (2017) sanoo kirjassaan useaan otteeseen, että arvonmääritys on luonteeltaan epätarkkaa tiedettä, jonka vuoksi se on osittain myös taidetta. Arvonmääritysmenetelmien teoreettinen perusta on vankka, mutta käytännön soveltamisessa kohdataan usein tilanteita, joissa teoria ei tarjoa yksiselitteisiä ratkaisuja. Arvonmäärityksen perustuessa useille lukuisille oletuksille tulevaisuuden kassavirroista ja diskonttaustekijöistä, jotka sisältävät epävarmuutta, heijastuu estimoidun yritysarvon luotettavuuteen. Keskeinen osa tätä epävarmuutta liittyy ennuste- ja mittausvirheisiin sekä subjektiivisiin arvioihin, joita arvonmääritysprosessissa väistämättä joudutaan tekemään. Näiden vaikutusta voidaan kuitenkin systemaattisesti arvioida herkkyys- ja skenaarioanalyysien kaltaisten menetelmien avulla. (Pratt & Grabowski, 2014; Seppänen, 2017.)

Herkkyysanalyysissä tarkastellaan, kuinka yksittäisten syöttötietojen – kuten diskonttokoron, kasvuodotusten tai liiketuloksen – muutos vaikuttaa arvonmäärityksen lopputulokseen. Tämä analyysi mahdollistaa tärkeimpien arvotekijöiden tunnistamisen ja antaa käsityksen mallin robustiudesta suhteessa keskeisiin oletuksiin. Esimerkiksi Damodaran (2012) korostaa, että herkkyysanalyysi on olennainen työkalu epävarmuuden systemaattisessa jäsentämisessä, koska sen avulla voidaan arvioida,

miten pienet muutokset tietyissä muuttujissa voivat johtaa huomattaviin muutoksiin arvonmäärityksen lopputuloksissa.

Skenaarioanalyysi laajentaa herkkyysanalyysiä tarkastelemalla useiden muuttujien samanaikaista muutosta erilaisten vaihtoehtoisten tulevaisuuksien mukaisesti. Sen avulla voidaan rakentaa esimerkiksi "optimistinen", "pessimistinen" ja "realistinen" skenaario, joista jokainen perustuu johdonmukaisesti muodostettuihin oletusjoukkoihin. Koller, Goedhart ja Wessels (2020) korostavat, että skenaarioanalyysi auttaa ymmärtämään liiketoimintaympäristön mahdollisia kehityssuuntia ja niiden vaikutuksia arvonmuodostukseen. Skenaariot tukevat myös päätöksentekoa antamalla näkymän riskien ja mahdollisuuksien vaihteluväliin.

Yritystotilanteissa arvonmääritys perustuu väistämättä epävarmoina oletuksiin tulevaisuuden kassavirroista, synergiaeduista ja markkinaolosuhteiden kehityksestä. Näiden muuttujien ennustaminen on haastavaa, ja väärät oletukset voivat johtaa merkittäviin virheisiin ostokohteen arvon määrittelyssä. Tämän vuoksi skenaarioanalyysillä on keskeinen rooli yritystojen arvonmääritysprosessissa. Skenaarioanalyysin avulla voidaan tarkastella erilaisten realististen tulevaisuuden kehityskulkujen vaikutuksia yrityksen arvioituun arvoon. Se auttaa ymmärtämään, kuinka herkkiä lopulliset arvostustulokset ovat esimerkiksi integraation onnistumiselle, synergiahypoteeseille tai pääomakustannukselle.

Rahoitusteorian näkökulmasta skenaarioanalyysi toimii erittäin hyvin täydentävänä työkaluna kassavirtamallin rinnalla, sillä kassavirtamalli ei itsessään ota huomioon epävarmuuden jakaumaa tai ei-lineaarisia vaikutuksia (Damodaran, 2012; Copeland et al., 2000). Käytännössä skenaarioanalyysillä voidaan luoda vaihtoehtoisia tulevaisuuspolkuja esimerkiksi erilaisiin tulevaisuuden kehitykseen liittyvien skenaarioiden avulla, jolloin voidaan tarkastella mahdollisten lopputulosten vaihteluväliä ja arvioida yritystojen riski–tuottoprofiilia.

Useat empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että suuri osa yritystoista epäonnistuu luomaan arvoa ostajan osakkeenomistajille (Moeller et al., 2005; Haleblan et al., 2009). Tämä korostaa systemaattisen ja skenaarioita hyödyntävän analyysin merkitystä, jotta transaktioiden taustalla olevat riskit ja epävarmuudet voidaan tunnistaa ja huomioida jo ennen yritystoston toteutusta.

3.3 Arvostuskertoimet

Varsinaisen päämenetelmää (esim. DCF-malli) hyödyntäneen arvonmäärityksen jälkeen saatua liiketoiminnan arvoa (EV, Enterprise Value) arvioidaan usein myös aiemmin luvussa 3.1 mainitun suhteellisen arvonmäärityksen kautta. Katramo & Laurila (2013) jakavat suhteellisen arvonmäärityksen kolmeen erilaiseen tapaan:

- 1. Listattujen verrokkiyhtiöiden valikoiduista tunnusluvuista johdetut arvostuskertoimet**, joissa hyödynnetään pörssissä listattujen, samankaltaista liiketoimintaa ja/tai samalla toimialalla toimivien sekä samankaltaisia asiakkaita palvelevien verrokkiyhtiöiden markkina-arvoon perustuvia tunnuslukuja. Katramon ja Laurilan (2013) mukaan tämän tavan käyttäminen arvostuskertoimien yhteydessä on usein yleisin.
- 2. Kohdeyhtiön liiketoiminnan kanssa yhteneväisten toteutuneiden yrityskauppojen arvostuskertoimet**, joissa hyödynnetään kohdeyhtiön kanssa samalla toimialalla aiemmin tapahtuneiden ja raportoitujen yrityskauppojen lopullisten kauppahintojen arvostuskertoimia suhteessa siihen, mitä kohdeyhtiöstä voitaisiin maksaa näihin lukuihin peilaten. Katramon ja Laurilan (2013) tutkimuksen mukaan näiden kertoimien soveltamisessa tulee olla hyvin huolellinen, sillä yrityskaupoissa lopullisiin kauppahintoihin linkittyy usein niin paljon esimerkiksi synergiaedusta johtuvia preemioita, jotka ulkopuolisen on

hankala laskea auki ja verrata mahdollisesti omaan kauppahintaansa.

- 3. Tuottovaatimukseen ja/tai kasvuun perustuvat ja niistä johdetut arvostuskertoimet** ovat mainituista tavoista vähiten käytettyjä, sillä niiden käyttäminen vaatii usein merkittävän teoreettisen ymmärryksen kohdeyhtiön liiketoiminnan riskisyyden arvioimisesta. Esimerkiksi Seppänen (2017) ei mainitse teoksessaan ollenkaan tätä mainittua tapaa, vaan listaa markkina-arvomenetelmään vain verrokkiyhtiöt ja -transaktiot.

Seppänen (2017) määrittää teoksessaan arvostuskertoimien ja markkina-arvomenetelmän seuraavien esimerkkien (12 ja 13) kautta, joita hyödyntäen yrityksen arvoa estimoidaan verrokkiyhtiöiden markkinahintoihin tai verrokkitransaktioiden kauppahintoihin peilaten. Näitä ulkoisista havainnoista saatuja arvostuskertoimia kutsutaan eksplisiittisiksi arvostuskertoimiksi (Damodatan, 2012).

(12)

Kohdeyhtiön arvon indikaatio

= Hinnoittelukerroin x Kohdeyhtiön valikoidun arvoajurin arvo

(13)
$$\text{Hinnoittelukerroin} = \frac{\text{Verrokin markkinahinta tai kauppahinta}}{\text{Verrokin valikoitu arvoajuri}}, \text{ jossa}$$

Arvoajuri = Suorituskyvyn mittari, joka kuvaa yrityksen kykyä tuottaa taloudellista hyötyä

Katramon ja Laurilan (2013) mukaan yleisimpiä arvoajureita, joita arvostuskertoimien yhteydessä käytetystä arvonnäytelmästä käytetään ovat esimerkiksi käyttökate (EBITDA), liiketulos (EBIT) tai liikevaihto (Sales). Heidän mukaansa suhteellisessa arvonnäytelmässä nähdään usein myös ns. peukalosääntöjä. Näitä kuuluisia sääntöjä ovat esimerkiksi se, että EV/EBITDA-arvon ollessa alle 5, voidaan yhtiötä pitää halpana.

3.3.1 Implisiittinen arvostuskerroin ja sen käyttäminen

Implisiittiset arvostuskertoimet ovat kertoimia, jotka johdetaan suoraan esimerkiksi ensisijaisen arvonmäärittämissä mallin (esim. DCF-malli) lopputuloksista ja syntyvät malliin liittyvistä sisäisistä oletuksista sekä laskelmista. Implisiittisen arvostuskertoimen hyödyntämisessä esimerkiksi DCF-mallista saatua yritysarvon indikaatiota (EV) verrataan johonkin toteutuneeseen tai ennustettuun taloudelliseen tunnuslukuun. (Koller et al., 2020; Damodaran, 2012)

Näitä saatuja implisiittisiä kertoimia voidaan verrata markkinoilla käytettyihin eksplisiittisiin kertoimiin (esim. pörssilistatun verrokin EV/EBITDA-arvot) ja arvioida, onko DCF-mallin avulla johdettu arvon indikaatio johdonmukainen markkinoilla olevien arvojen kanssa. Prattin ja Grabowskin mukaan (2022) implisiittisiä arvostuskertoimia voidaan hyödyntää yritysostotilanteissa vertailemaan johdonmukaisuutta DCF-mallin avulla saatujen arvioiden ja markkinalla toteutuneiden indikaatioiden välillä. Myös Kaplan ja Ruback (1995) ovat vertailleet artikkelissaan DCF-pohjaisten mallien ja markkinatasojen välisiä johdonmukaisuuksia.

4 Tutkimuksen empiirisen osan toteuttaminen

Tutkimuksen empiirisessä osassa pyritään selvittämään ostettavan kohteen liiketoiminnan arvo mahdollisimman perustellusti, jonka pohjalta voidaan tarkastella, onko julkisesti ilmoitettu kauppahinta johdonmukaisesti linjassa tässä tutkimuksessa arvonmäärityksen kautta estimoidun yritysarvon kanssa. Lisäksi implisiittisten arvostuskertoimien kautta, voidaan vertailla estimoitua liiketoiminnan arvoa ja arvostuskerrointa toteutuneisiin arvostuskertoimiin, joka kertoo, onko transaktion implisiittiset arvostuskertoimet eronneet merkittävästi toteutuneista ja raportoiduista arvostuskertoimista.

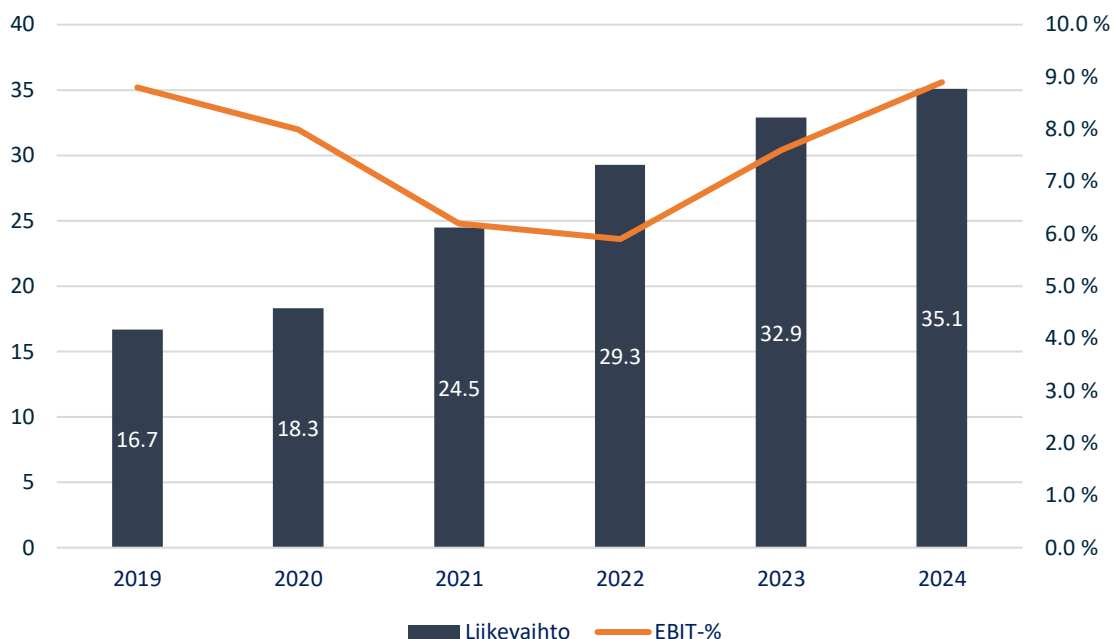
Yrityskaupan kohteena olleen kohdeyhtiön arvonmäärittämisessä hyödynnetään edellisissä pääluvuissa esiteltyjä arvonmääritysprosessia ja -menetelmiä.

Caseyhtiö Aallon Group Oyj:tä koskeva taloudellinen data perustuu Aallon Groupin vuosikertomuksiin, tilinpäätöksiin ja virallisiin dokumentteihin sekä analyysitalo Inderesin laatimiin Aallon Groupia käsitteleviin analyyseihin ja dokumentteihin vuosilta 2019–2024, eikä Aallon Groupin johtoa tai muita sisäpiiriläisiä ole haastateltu tätä tutkielmaa tehtäessä. Kohdeyhtiö Kymppikirjanpito Oy:tä koskeva taloudellinen data perustuu virallisiin tilinpäätöksiin ja julkisiin lähteisiin, jonka pohjalta tutkielman tekijä on tehnyt osittain omaa tutkimusta koskien kohdeyhtiötä ja sen analysointia ja arvonmäärittämistä.

4.1 Caseyhtiö Aallon Group Oyj

Caseyhtiö Aallon Group Oyj on vuonna 2019 perustettu ja Helsingin pörssin First North-markkinapaikalle listattu kotimainen taloushallintoalan konserni, jonka pääasiallisena tarkoituksena on tarjota tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita valtakunnallisesti. Konsernin perustamisen taustalla oli kuusi perinteikästä ja paikallisesti merkittävää tilitoimistoalan toimijaa, jotka näkivät toimialaa koskevan konsolidaation

uhkana paikallisten toimintojen jatkuvuuden kannalta. Tänä päivänä, vuonna 2025 Aallon Groupin valtakunnallinen liikevaihto on kasvanut yli 35 miljoonaan euroon työllistäen yli 400 taloushallinnon ammattilaista. (Inderes, 2025; Aallon Group, 2025)



Aallon Group on alusta alkaen maininnut osana strategiaansa haluavansa olla aktiivisesti mukana tilitoimisto- ja taloushallintoalan konsolidaatiossa sekä murroksessa. Strategiansa mukaisesti Aallon Group pyrkii kasvattamaan toimintaansa sisäisen, orgaanisen kasvun lisäksi epäorgaanisesti yritysostoin toimien paikallisille tilitoimistoille ja -yrittäjille houkuttelevana kasvualustana ja jatkuvuuden takaajana. Aallon Groupin yritysostostrategia on nähty ulkopuolisten analyytikoiden, kuten Inderesin silmissä verrattain onnistuneena tapana toteuttaa kasvustrategiaa.

Perustamisvuotensa 2019 jälkeen konserni onkin tehnyt vuoteen 2025 mennessä n. 25 yritysostoa, joka on Suomalaiselle pörssiyhtiölle verrattain korkea lukema. Yhtiö on pystynyt tuplaamaan kokonsa liikevaihdolla mitattuna vuodesta 2019 vuoteen 2025, joka on tapahtunut vahvasti epäorgaanisen kasvun vetämänä. Inderesin arvioiden (2024) mukaan epäorgaanisen kasvun osuus yhtiön kokonaiskasvusta vaihtelee tilikaudesta riippuen n. 10% - 33% välillä orgaanisen kasvun jäädessä keskimäärin alle 4%:n. Yhtiö

tavoittelee vuosikertomuksensa (2025) mukaan keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15-20 prosentin vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia, joten myös tulevaisuudessa yritysostostrategian määrällinen ja kustannuksellinen merkitys korostuu, joka korostaa myös laadukkaan arvonmäärityksen merkitystä osana yritysostoprosessia.

Kasvuhalukkuuden lisäksi yhtiön strategia koostuu kahdesta muusta, jokaiselle asiantuntijaorganisaatiolle kriittisestä tekijästä; henkilöstön sekä asiakkaiden tyytyväisyydestä. (Aallon Group, 2024.) Kun Aallon Groupin toteuttamaa strategiaa vertaillaan esimerkiksi sen kotimaan kahteen suureen kilpailijaan, Administer Groupiin ja Talenom Oyj:hin, ovat yhtiöiden strategiat melkein kuin kopioita toisistaan, joissa toistuvat termit *kasvuhalukkuus*, *epäorgaaninen kasvu*, *asiakastyytyväisyys*, *asiakaslähtöisyys*, *asiantuntijoiden kehittyminen* ja *asiantuntijuus*.

Ajankohta	Kohde	Paikkakunta	Liikevaihto (MEUR)	Kannattavuus	EV (MEUR)	EV/S	EV/EBIT	EV/EBITDA
9/2019	eControllers	Helsinki	0,50	EBIT 31 %	0,49	1,0	3,1	
11/2019	Avion Oy	Helsinki	0,50	EBIT 38 %	0,64	1,3	3,4	
6/2020	Tilli-Koivu Oy	Turku	1,92	EBITDA 20 %	2,00	1,0		5,2
9/2020	Akipo Oy	Turku	0,19	neg.	0,08	0,4		
1/2021	Kymppikirjanpito Oy	Tampere	1,47	EBITDA 14 %	1,10	0,7		5,2
1/2021	TalousNosturi Oy	Helsinki	1,00	EBITDA 15 %	0,80	0,8		5,3
3/2021	J.A. Castrén Oy	Oulu	0,26	EBITDA 19 %	0,24	0,9		4,8
4/2021	Rätinki-Yhtiöt Oy	Oulu	2,30	EBITDA 17 %	3,01	1,3		7,5
5/2021	Aboma Control Oy	Helsinki	0,93	EBITDA 24 %	1,05	1,1		4,8
11/2021	Hulkkonen Consulting	Jyväskylä	0,46	EBITDA 23 %	0,48	1,0		4,6
11/2021	Forssi Oy	Kemi	0,10	-	-	-		
12/2021	Tilipalvelu Marja-Leena	Äänekoski	0,12	-	-	-		
1/2022	Rakennus-Rätinki Oy	Oulu	0,50	EBITDA 25 %	0,63	1,3		5,0
2/2022	Tililampari Oy	Helsinki	0,70	EBITDA 28 %	0,91	1,3		4,6
2/2022	Kasvun Kaverit Oy (20%)	Rovaniemi	-	-	-	-		
3/2022	HM-Tilipalvelu Oy	Helsinki	0,99	EBITDA 22%	1,07	1,1		4,9
4/2022	Pirkkalan Tilitoimisto Ky	Tampere	0,30	-	-	-		
9/2022	Peca Oy	Oulu	0,25	-	-	-		
11/2022	Meritili Oy	Kotka	0,45	EBITDA 14 %	0,30	0,7		4,6
12/2022	Rousu Oy	P-Pohjanmaa	1,13	EBITDA 19 %	0,97	0,9		4,5
4/2023	TulotAn Oy	Lahti	0,27	-	-	-		
4/2023	Rätinki Kainuu Oy	Sotkamo	0,20	-	-	-		
6/2023	Tiliborg Oy	Joensuu	0,33	-	-	-		
10/2023	Tilli-Counter Oy	Helsinki	0,15	-	-	-		
3/2024	Kasvun Kaverit Oy	Rovaniemi	0,95	-	-	-		
6/2024	Countmaster Oy	Helsinki	1,10	-	-	-		
10/2024	Online Accounting J&K Oy	Helsinki	1,02	-	-	-		
11/2024	Tilkon Oy	Tampere	0,52	-	-	-		
11/2024	TalousCom	Kuusamo	0,33	-	-	-		
12/2024	Premium Group	Helsinki	2,28	EBITDA 28 %	2,8-3,4	1,2-1,5		4,3-5,3

Kuva 6 Aallon Group Oyj:n tekemät yritysostot 2019–2024 (Inderes, 2025)

Kuten yllä olevasta kuvasta voidaan huomata, on Aallon Groupin toteuttamat yritysostot olleet kohtuullisen säännöllisiä vuosien 2019–2024 välillä. Suunnitelmallisen yritysostostrategian takia voitaisiin olettaa, että tässäkin tutkielmassa oston kohteena olevan yhtiön arvonmääritys olisi toteutettu hyvin ja ostajan kannalta edullisesti. Tämän asian selvittäminen ja arvon analysointi onkin sen vuoksi mielenkiintoista, että tiedämme yhtiöstä maksetun ja raportoidun kauppahinnan.

4.2 Kymppikirjanpito Oy:n arvonmääritys

Kohdeyhtiö Kymppikirjanpito Oy:n (myöhemmin myös pelkkä ”kohdeyhtiö”) liiketoimintaa pyöritti Aallon Groupin ja kohdeyhtiön väliseen yrityskauppaan asti saman niminen osakeyhtiö, joka on sittemmin muuttanut nimensä Lillia Family Investment Oy:ksi (0959600-7).

Yhtiöiden välinen kauppa julkaistiin 5.1.2021, jossa ilmoitettiin Aallon Group Oyj:n hankkineen Kymppikirjanpito Oy:n liiketoiminnan. Kohdeyhtiön arvonmäärittystä tehtäessä tulee ottaa huomioon, että Lillian Family Investment Oy ei ole julkaissut julkisesti saatavilla olevaa tilinpäätöstä Kymppikirjanpito Oy:n 31.12.2020 päättyneeltä tilikaudelta, mutta kohdeyhtiön tilinpäätöksestä 2021 on voitu hakea tilikauden 2020 tilinpäätöksen luvut.

Ulkopuolisen tekemän arvonmäärittelyn lisäksi tulee muistaa, että tutkielman tekijällä/arvonmäärittäjällä ei ole ollut saatavilla kohdeyhtiön laajoja/tilikohtaisia tuloslaskelmia tai taseita, jonka vuoksi arvonmäärittely nojaa pelkästään supistettuihin tilinpäätöstietoihin päätilien tarkkuudelle.

4.2.1 Arvonmäärittystä edeltävät analyysit

Kuten jo pääluvussa 2 määriteltiin, liittyy laadukkaaseen arvonmäärittelyyn aina ostettavaa liiketoimintaa tai yhtiötä koskevat arvonmäärittystä edeltävät analyysit, jonka pohjalta laadukas arvonmäärittely toteutetaan. Teollisten toimijoiden, kuten Aallon Groupin suorittamissa yritysostoissa tarkempi strateginen analyysi tapahtuu usein rinnakkain yhtiön oman strategisen tarkastelun kanssa, jolloin laaditaan myös strategiaa liittyen tuleviin yritysostoihin ja tehdään potentiaalisia ostokohteita sisältäviä listauksia. Myös ostokohteen liiketoimintaan liittyvä tarkempi analyysi korostuu huomattavasti enemmän tilanteissa, joissa ostokohteen liiketoiminta eroaa merkittävästi ostajan harjoittamasta liiketoiminnasta. (Katramo & Laurila, 2013.) Strategisiin ja liiketoiminnallisiin yksityiskohtiin liittyvä analyysi vaatisi lisäksi ostokohteen johdon kanssa käytäviä tarkempia keskusteluita ja haastatteluita, joissa ostokohteen edustaja avaisi tarkemmin asiakkaisiin, henkilöstöön ja prosesseihin liittyviä seikkoja.

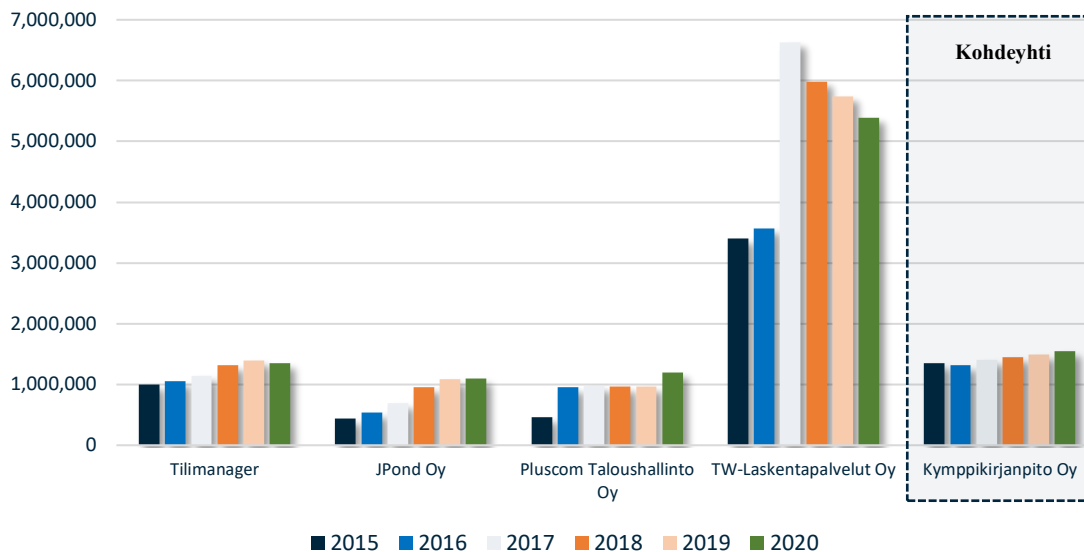
Näiden mainittujen seikkojen vuoksi tässä tutkielmassa arvonmäärittystä edeltävä strateginen ja liiketoiminnallinen analysointi ei ole niin keskeisessä roolissa kuin taloudellinen analyysi, josta arvonmäärittelyn laatijalla on ulkopuolisena toimijana ollut

tarpeeksi informaatiota laatia tarkempi analyysi sen perustuessa julkisiin lähteisiin ja arvonmäärittäjän esittelemään teoreettiseen viitekehukseen.

4.2.1.1 Strateginen ja liiketoiminnallinen analysointi

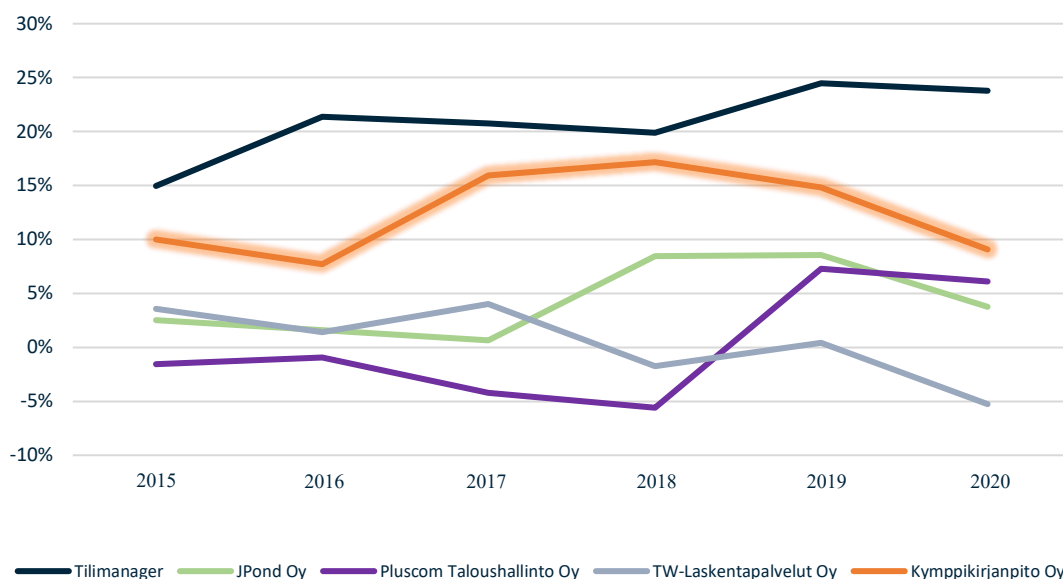
Kohdeyhtiö on Aallon Groupin tiedotteen (2021) mukaan 1994 perustettu, erittäin vakaata ja tasaista liiketoimintaa harjoittanut perhetaustainen yhtiö, jonka perustaja ja hallituksen puheenjohtaja Kalevi Lillia painotti Aallon Groupin tiedotteessa liiketoiminnan kannalta hyvän kodin löytymistä pitkän työ- ja yrittäjäuran jälkeen. Kohdeyhtiön liiketoiminta muodostuu tilitoimisto- ja sitä tukevien muiden palveluiden tarjoamisesta asiakkailleen, joka on työllistänyt viimeisimmän ennen kauppaa olevan tilinpäätöksen (2019) mukaan keskimäärin 20 työntekijää. Yhtiön historia juontaa juurensa Neste Markkinointi Oy:n Kesoil-tilipalveluille, jonka vuoksi kohdeyhtiön asiakaskunta koostuu vahvasti huoltoasema- ja kahvilatoimintaa harjoittavista yhtiöistä, jotka voidaan laskea arvokkaaksi toimialaosaamiseksi taloushallintopalveluiden kannalta, jossa asiakkaiden ja palveluntarjoajien välinen suhde on usein hyvin henkilökohtainen asiakkaiden seurattessa tuttua tekijää ja palveluntarjoajaa. Voitaisiinkin ajatella, että esimerkiksi strategisesti Kymppikirjanpito Oy:n liiketoiminnan ostaminen lisää Aallon Groupin toimialaosaamista kahvila- ja huoltamoliiketoimintaa harjoittavien yhtiöiden kirjanpidollisissa ja taloushallinnollisissa seikoissa. Tämä myös mahdollistaa valtakunnallisesti ko. toimialan kattavuuden parantumisen Aallonin ollessa aktiivinen ympäri maan.

Alla oleviin kuvioihin (kuvio 1 ja kuvio 2) on laadittu vertailuryhmä kohdeyhtiön kanssa saman kokoluokan Pirkanmaalla sijaitsevista tilitoimisto- ja kirjanpitoliiiketoimintaa harjoittavista yhtiöistä. Vertailuryhmän liikevaihdon ja kannattavuuden kehitystä on seurattu vuodesta 2015 vuoteen 2020 asti, jonka jälkeen kohdeyhtiön liiketoiminta myytiin osaksi Aallon Groupia. Kuvioista voidaan huomata, että kohdeyhtiö on pärjännyt vertailuryhmässään kohtuullisen hyvin kuuden vuoden tarkasteluperiodin aikana.



Kuvio 1 Kohdeyhtiön ja kilpailijoiden liikevaihdon kehitys 2015–2020

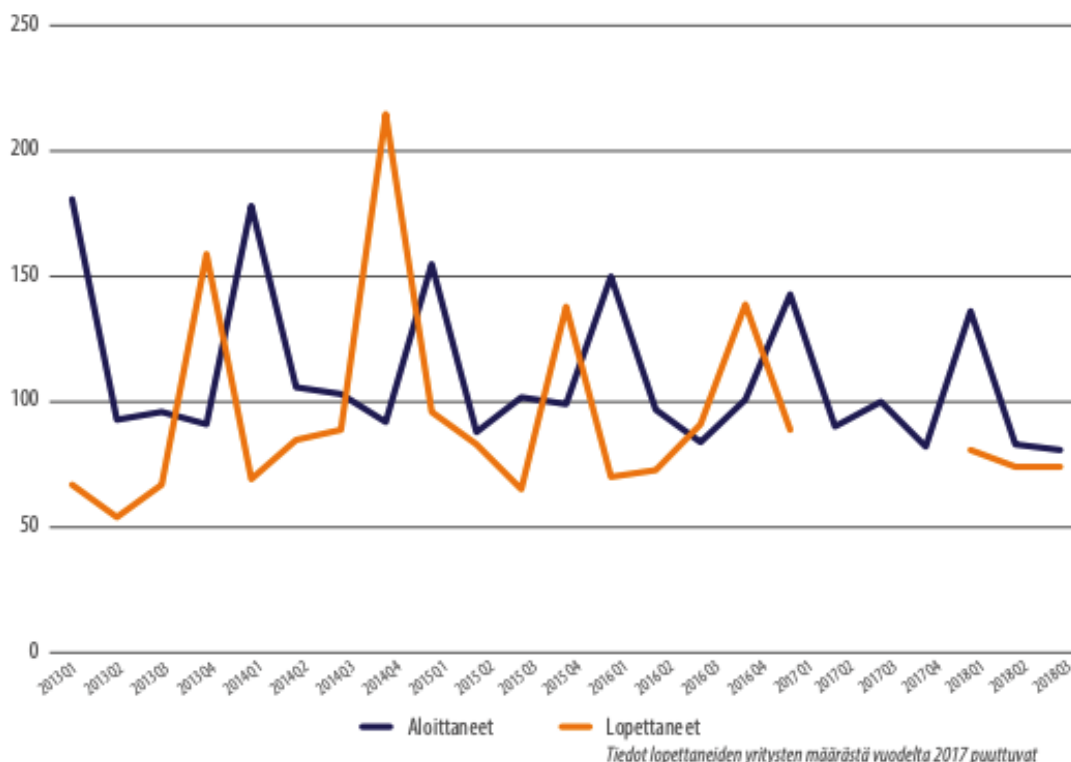
Liiketoiminnan volyyymilla eli liikevaihdolla mitattuna kilpailu asiakkaista on ollut erittäin kovaa, sillä vain TW-Laskentapalvelut Oy:n liikevaihto on kasvanut tarkasteluperiodin aikana silmiinpistävästi, jossa on taustalla mahdollisesti yritysjärjestelyihin liittyvät toimenpiteet. Tarkasteluperiodin keskimääräinen vuosittainen liikevaihdon kehitys on ollut 14,2 prosenttia, mutta sitä vääristää TW-Laskentapalveluiden ja Pluscom Taloushallinto Oy:n yksittäiset suuremmat kasvuloikat (108,6 % ja 86,0 %). Nämä eliminoimalla keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 6,9 prosenttia, jossa on myös nähtävillä maltillistuva trendi, mitä lähemmäksi liikumme tarkasteluperiodin viimeistä vuotta 2020.



Kuvio 2 Kohdeyhtiön ja kilpailijoiden kannattavuuden (EBIT-%) kehitys 2015–2020

Vertailuryhmän yhteenlaskettu keskimääräinen kannattavuus on tarkastelujaksolla ollut n. 6 prosentin luokkaa, jota myös nostaa Tilimanager Oy:n erittäin vahva kannattavuus. Kilpailu alalla on ollut erittäin kovaa, josta kertoo vertailuryhmän muiden yhtiöiden (JPond Oy, PlusCom Taloushallinto Oy ja TW-Laskentapalvelut Oy) verrattain matalat kannattavuudet.

Yhtenä syynä vertailuryhmän tasaiseen kasvuun, kovaan kilpailuun ja kannattavuushaasteisiin voidaan pitää alla olevassa kuviossa (3) näkyvää trendiä siitä, että taloushallintoon ja kirjanpitoon keskittynyt ala nähdään hyvin vakiintuneena ja kypsänä. Alalle tulemisen kynnyks on melko pieni ja sieltä lähtevät yhtiöt ovat melko helposti korvattavissa uusilla tulijoilla, eikä markkinaosuuden haaliminen ole helppoa, sillä asiakassuhteet ovat hyvin henkilöityneet. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2019.)



Kuvio 3 Perustettujen ja lakkautettujen yritysten määrä taloushallinto- ja lakiasiainalla sekä liikkeenjohdon konsultoinnissa 2013–2018 (Tilastokeskus, 2019)

Työ- ja elinkeinoministeriön raportin (2019) mukaan markkinanäkymät koskien taloushallinnon alaa ovat olleet positiiviset. Monien toimialojen ollessa herkkiä maailmantalouden ja julkisen sektorin kysynnän muutoksille, voidaan taloushallintoalaa pitää suhteellisen vakaana ja defensiivisenä toimialana.

Samaisen raportin (2019) mukaan taloushallintoalalla on käynnissä rakenteellinen murros, jonka seurauksena toimiala näyttäytyy yhä enenevässä määrin polarisoituneena. Tulevaisuuden keskiössä ovat valtakunnallisesti toimivat tilitoimistoketjut, jotka laajenevat aktiivisesti yritysostojen kautta. Näiden yritysostojen kohteina ovat pääasiassa pienet ja keskisuuret tilitoimistot, mutta myös taloushallinnon oheispalveluja tarjoavat asiantuntijaorganisaatiot, kuten ohjelmisto- ja laskutusalan yritykset. Tämän kehityksen taustalla on pyrkimys skaalautuvuuteen, kustannustehokkuuteen sekä toiminnan digitalisointiin.

Suurilla toimijoilla on resursseja panostaa teknologisiin investointeihin, esimerkiksi sähköisiin palvelualustoihin ja ulkoistettuihin rutiinitehtäviin. Toimintojen keskittämistä ja kustannusrakenteen optimointia voidaan toteuttaa muun muassa siirtämällä rutiinityö ulkomaille, kuten halvemmän työvoiman maihin Etelä-Eurooppaan. Yritysostojen ajankohtaisuutta tukee myös demografinen kehitys: monet taloushallintoalan yrittäjistä ovat eläkeiän kynnyksellä, eikä toimistojen sisällä aina ole valmiina jatkajia. Samaan aikaan teknologiset investoinnit voivat muodostua yksittäisille toimistoille liian kalliiksi, mikä lisää halukkuutta myydä liiketoiminta suuremmalle toimijalle.

Nämä Työ- ja elinkeinoministeriönkin jo vuonna 2019 kirjoittamat väitteet ovat korostuneet 2020-luvulla ja tukevat tutkielmankin kannalta tärkeää havaintoa suurempien teollisten ostajien aggressiivisesta halusta ostaa pienempiä toimijoita skaalautuvuuden, kustannustehokkuuden ja väestön demografisen kehityksen kustannuksella.

Kohdeyhtiön yrittäjän ollessa vanhempi yrittäjä, on yrityksen myynti voinut olla myös myyjän näkökulmasta erittäin ajankohtainen, joka parantaa mahdollisuuksia ostajan ja myyjän neuvotteluiden onnistumisessa. Ostokohteen toimialaosaaminen esimerkiksi kahvila- ja huoltamoliiketoiminnassa sekä maantieteellinen sijainti merkittävässä kasvukeskuksessa Tampereella nostaa kohdeyhtiön kiinnostusta ostajan silmissä.

4.2.1.2 Tilinpäätösanalyysi

Edellisessä alaluvussa käsitellyn makrotaloudellisemman toimialaan ja mahdollisiin strategisiin seikkoihin paneutuvan liiketoiminnan ja strategisen analysoinnin kautta arvonmäärittäjä siirtyy kohdeyhtiötä koskevan tilinpäätösanalyysin pariin. Arvonmäärittäjällä on ollut käytössään vain suppeat tuloslaskelmat ja taseet, joten tilinpäätösanalyysi ei ole varmuudella 100 prosenttisesti tarkka ja sisältää paljon oletuksia.

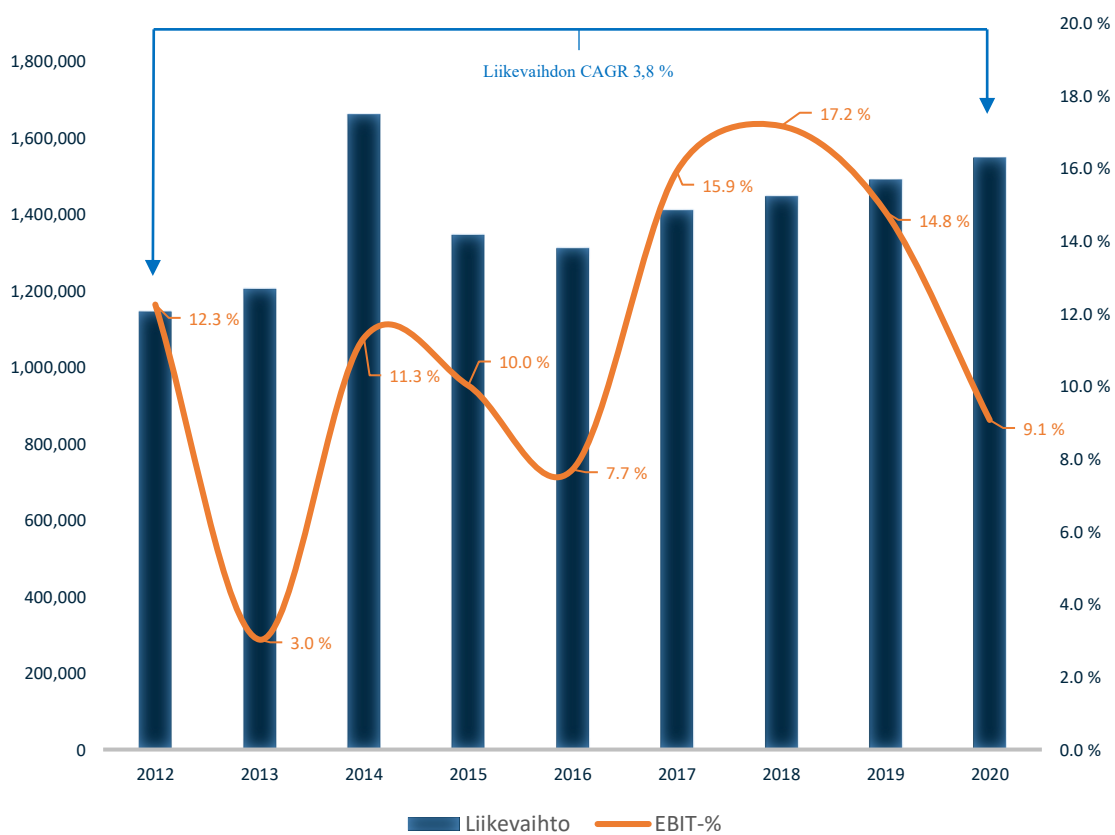
Tieteellinen kirjallisuus ja tutkimus, kuten Damodaran (2012), Koller ja muut (2020) ja Penman (2012) ovat teoksissaan painottaneet analyysien merkitystä etenkin yritysostojen ja strategisten investointien yhteydessä. Tärkeimpänä analyyseistä pidetään juuri talouteen ja lukuihin liittyviä analyyskejä, jotka loppupeleissä vaikuttavat kohdeyhtiön arvonmääritykseen ja sen lopputulokseen kaikkein eniten, sillä myös liiketoimintaan ja strategiaan liittyvät seikat ovat loppujen lopuksi vahvasti sidoksissa numeroihin.

Tilinpäätösanalyysiä käsittelevässä alaluvussa on tarkoituksena selvittää, millä tasolla kohdeyhtiön historiallinen taloudellinen suoriutuminen on ollut historiallisesti. Tarkasteltavana aikajaksona on ollut tilikaudet 2012–2020, painottuen kuitenkin enemmän vuosiin 2015–2020. Kohdeyhtiötä ja sen taloudellista suoriutumista on pyritty tarkastelemaan niiden tunnuslukujen ja tietojen pohjalta, joilla on arvonmäärittäjän mukaan suurin vaikutus liiketoiminnan tehokkuuteen ja arvostukseen. Näitä tunnuslukuja ja eriä ovat mm. volyymeihin, kannattavuuteen, pääomarakenteeseen ja liiketoimintaan sitoutuviin pääomiin liittyvät muuttajat.

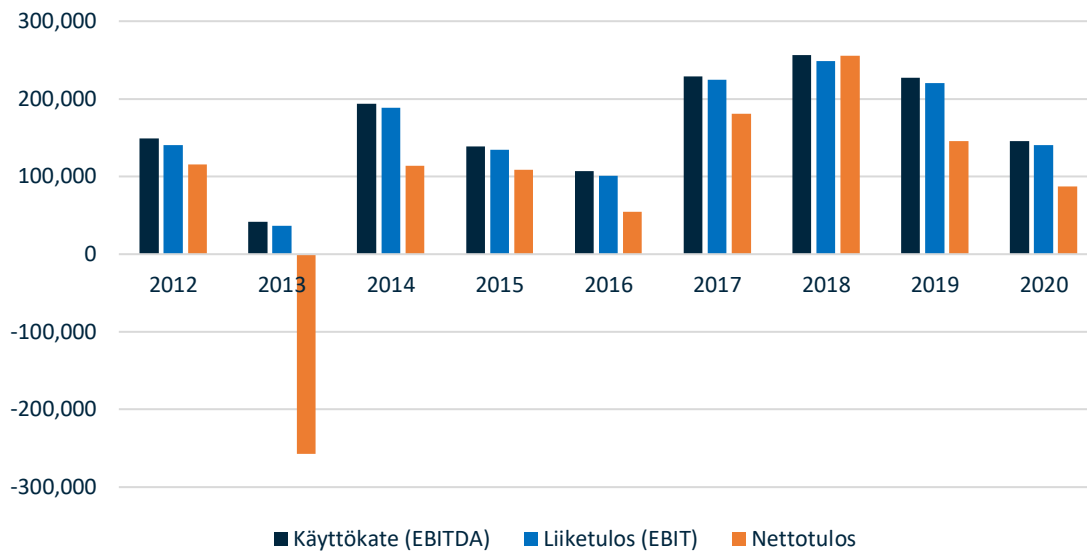
Alla olevassa kuviossa (4) on esitetty kohdeyhtiön historiallisen pitkän aikavälin suoriutumista liiketoiminnan volyymeillä (liikevaihto) ja kannattavuudella (Liiketulos-%, EBIT-%) mitattuna. Kuvioista voidaan huomata, että kohdeyhtiön liikevaihto on kasvanut tarkastelujaksolla kohtuullisen tasaisesti. Liikevaihdon yhdistetty tai tasoitettu vuotuinen kasvuvauhti (CAGR) on ollut tarkastelujaksolla 3,8 %. Kannattavuus liiketulosprosentilla mitattuna on ollut koko periodin aikana melko epästabiliia mm. alan tasapainotellussa kovan asiakaskilpailun ja työvoimakilpailun kanssa. Varsinkin periodin viimeisinä vuosina 2018–2020 yhtiö ei ole pystynyt viemään volyymin tasaista kasvua kannattavuuteensa, vaan kannattavuus on kärsinyt volyymien kasvaessa.

Kannattavuutta on pyritty avaamaan enemmän kuviossa (5), jossa tarkastellaan historiallisen pitkän aikavälin kannattavuutta myös käyttökatteella (EBITDA) ja nettotuloksella mitattuna. Nettotuloksen huomioiminen voidaan kohdeyhtiön kohdalla

nähdä hieman ongelmallisena, sillä kohdeyhtiön taseella ja tuloslaskelmassa on myös sijoitustoimintaan liittyviä rahaeriä, jotka huomioidaan tuloksessa pääsääntöisesti osinkoihin ja sijoituspapereiden arvonalentumisiin liittyvinä erinä liiketuloksen jälkeen. Tämän vuoksi nettotulokselle ei arvonmäärityksessä anneta oikeastaan ollenkaan painoarvoa.



Kuvio 4 Kohdeyhtiön historiallinen liikevaihto ja kannattavuus



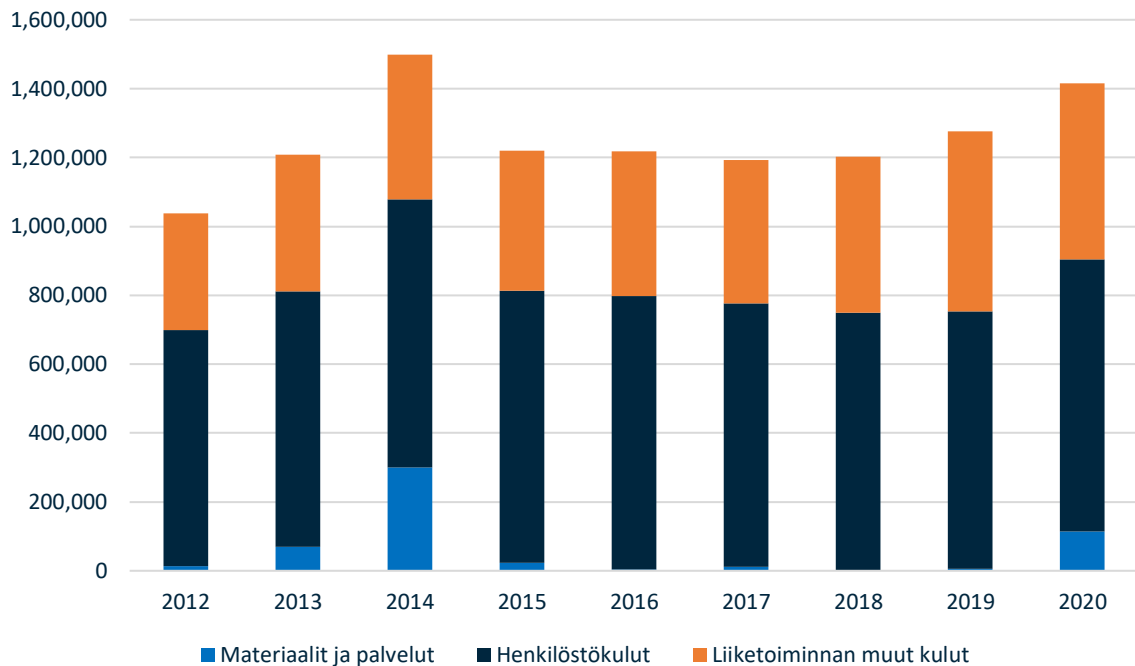
Kuvio 5 Kohdeyhtiön absoluuttisen kannattavuuden historiallinen kehitys

Yritysostojen yhteydessä ostajaa kiinnostaa usein kohdeyhtiön kulurakenne. Kulurakennetta tutkimalla sekä mahdollisia synergiaetuja ja kulusynergioita säästöjen muodossa mallintamalla ostaja voi saada arvonmäärityksen kannalta merkittävää lisädataa päätöksenteon tueksi. (Koller et al., 2020; Sudarsanam, 2003.)

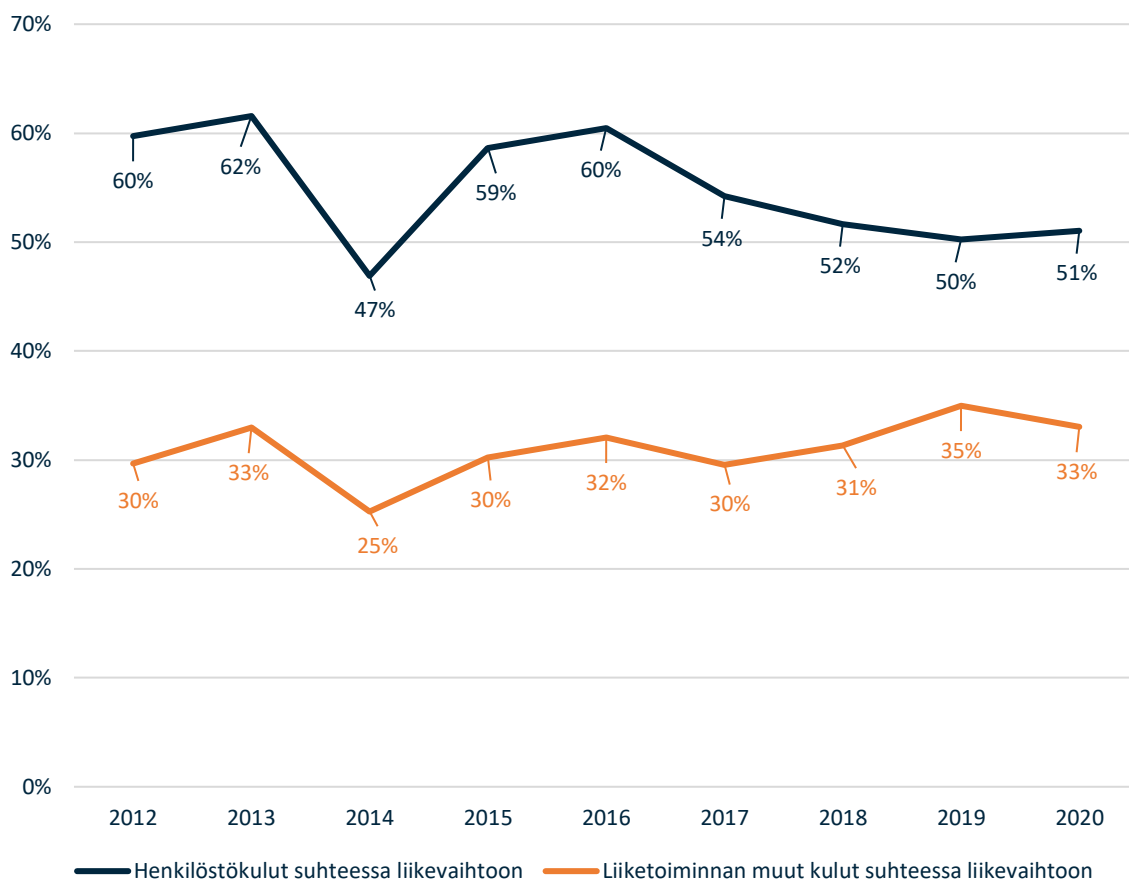
Kuvioissa (6 ja 7) on tutkittu kohdeyhtiön historiallisen pitkän aikavälin kulurakenteen euromääräistä (kuvio 6) ja kahden merkittävimmän kuluerän; liiketoiminnan muiden kulujen sekä henkilöstökulujen suhdetta vuosittaiseen liikevaihtoon. Kuvioista (6) voidaan huomata, että materiaalien ja palveluiden osuus kohdeyhtiön kulurakenteesta on ollut pitkän tarkasteluperiodin aikana lähes olematon. Euromääräisesti valtaosa kulurakenteesta koostuu asiantuntijaliiketoiminnalle tyypillisesti henkilöstökuluista sekä liiketoiminnan muista kuluista, johon kuuluu nimensä mukaisesti kaikki henkilöstön ja tuotannon tekijöiden ulkopuoliset kustannukset, kuten markkinointi-, mainonta-, edustus-, tietoliikenne- tai ajoneuvoihin liittyvät kulut.

Kuvion (7) suurimpana huomiona on henkilöstökulujen ja liikevaihdon suhteen kohtuullisen suuri vaihtelu. Kohdeyhtiö on toteuman valossa pystynyt laskemaan henkilöstökulujen suhteellista osuutta liikevaihtoon suhteutettuna vuodesta 2016

vuoteen 2020. Tämän taustalla voi olla työvoiman ja henkilöstön suhteellisen kannattavuuden kasvu, joka tarkoittaa, että kohdeyhtiön työntekijät ovat kehittyneet ja tulleet ns. kannattavammiksi työntekijöiksi. Ostajan kannalta taustalla voi olla myös toinen, hieman kyseenalaisempi seikka, jota arvonmäärittäjä ei pysty varmentamaan pitkien tuloslaskelmien puuttuessa ja kohdeyhtiön entisen johdon haastattelelmattomuuden vuoksi. Myyntiä mahdollisesti suunnittelevat yhtiöt saattavat ”virittää” yritystään myyntikuntoon, jonka vuoksi esimerkiksi johto ei nosta yhtiöstä palkkatuloa markkinaehtoisesti. Tällä on positiivinen vaikutus liiketoiminnan kannattavuuden kannalta, mutta se vaikutus on ns. keinotekoista. Ostajan tuleekin kiinnittää tarkasti huomiota ostettavan kohteen johdon palkkatasoon ja suorittaa markkinapalkkaan perustuva normalisointi omistajan ollessa aktiivinen operatiivinen toimija. Tällä on mahdollisesti suurikin vaikutus kohdeyhtiön kannattavuuteen (Pratt & Niculita, 2022).



Kuvio 6 Kohdeyhtiön historiallinen euromääräinen kulurakenne



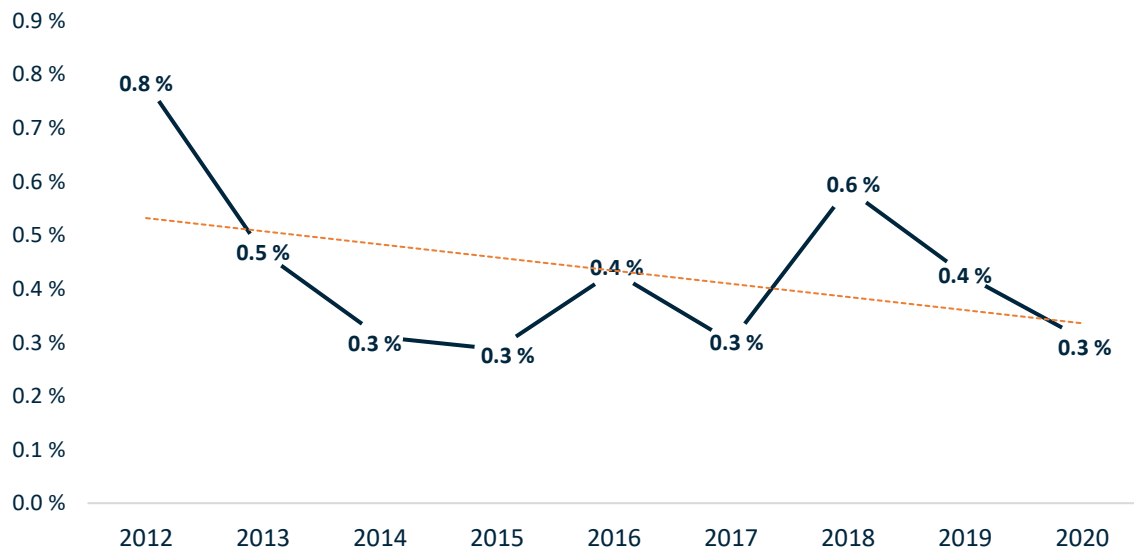
Kuvio 7 Kohdeyhtiön kulujen suhde liikevaihtoon

Kuviossa (8) on tutkittu kohdeyhtiön historiallisen keskipitkän aikavälin poistojen kehitystä suhteessa liikevaihtoon. Poistoilla ja investoinneilla on merkittävä vaikutus kassavirtaperusteissa arvonmäärityksessä niin yksittäisten vuotuisten kassavirtojen kuin myös koko tulevaisuuden kasvun mahdollistajana. Liiketoiminnasta riippuen investoinneilla mahdollistetaan jatkuva kilpailukykyinen liiketoiminnan kehittäminen. Investoinneista, kuten koneista, laitteista ja rakennuksista tehdään vuosittain suunnitelman mukaisia poistoja, jotka lisätään kassavirtaperusteisessa arvonmäärityksessä kassavirtalaskelmiin niiden ollessa oikeasti ei-kassaperusteisia maksuja toisin kuin investoinnit, jotka ovat rahavirtaa vähentäviä eriä. (Seppänen, 2017).

Damodaranin (2012) mukaan kohdeyhtiön arvo määräytyy sen mukaan, kuinka paljon rahaa se voi tuottaa omistajille tulevaisuudessa. Näissä tapauksissa tehdyt investoinnit

vaikuttavat kassavirtaan ja tätä kautta arvoon lyhyellä aikavälillä negatiivisesti, mutta investoinnit myös mahdollistavat pitkällä aikavälillä suuremmat kassavirrat, volyymin kasvun tai kannattavuuden parantumisen takia.

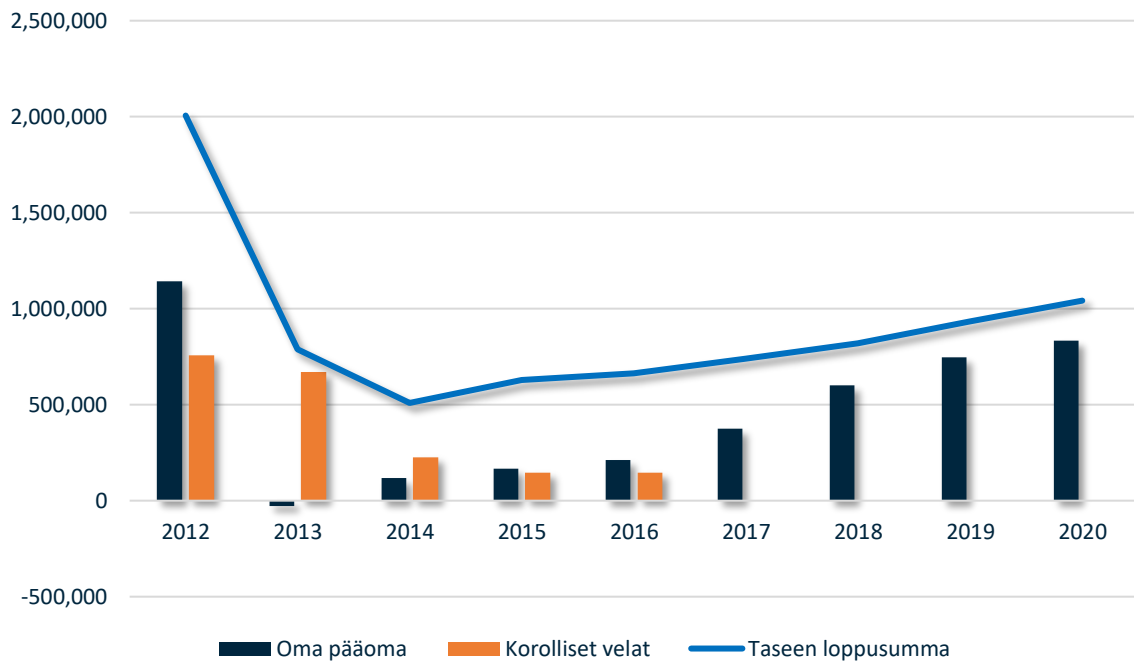
Kohdeyhtiön vuotuiset poistot ovat olleet historiallisella pitkällä aikavälillä laskusuunnassa. Koska kohdeyhtiön taseella on myös sijoituksiin liittyviä investointeja ja eriä, on liiketoimintaan liittyvien investointien vuotuinen laskeminen 100 prosenttisesti oikein hyvin haastavaa. Laskeva poistotrendi kuitenkin kertoo, että kohdeyhtiö ei ole investoinut kasvuunsa merkittäviä määriä pääomia, vaan tässäkin trendissä voidaan nähdä hieman yrityksen arvon hetkellistä ja keinotekoista maksimointia.



Kuvio 8 Kohdeyhtiön poistojen suhde liikevaihtoon

Tuloslaskelman tärkeimpien erien analysoinnin jälkeen siirrytään kohdeyhtiön taseen puolelle tekemään tasepohjaista analyysiä arvonmäärityksen kannalta merkittävimpien tase-erien kannalta. Kuviossa (9) on tehty pitkän aikavälin historialliseen suoriutumiseen perustuvaa analyysiä kohdeyhtiön pääomarakenteen kehittymisestä vuodesta 2012 vuoteen 2020. Yhtiöllä ei ole enää arvonmäärityshetkellä tilikauden 2020 päätteeksi lainkaan korollista velkaa, vaan koko pääomarakenne on ns. oman pääoman ehtoista.

Pääomarakenteella on kassavirtaperusteisessa arvonnäilyksessä suuri merkitys, koska käytettävä diskonttokorko (WACC) perustuu pääomarakenteen painoille. Mikäli yhtiöllä ei ole lainkaan korollista velkaa taseellaan, perustuu diskonttokorko täysin oman pääoman tuottovaatimukseen ($WACC = \text{Oman pääoman kustannus/tuottovaatimus}$), joka tarkoittaa, että käytännössä korollisten velkojen puute johtaa todennäköisemmin konservatiivisempaan ja matalampaan arvonnäilyksen lopputulokseen korkeamman diskonttokoron vuoksi kuin velkavipua hyödyntävän kohdeyhtiön tilanteessa. (Brealey, Myers & Allen, 2022.)

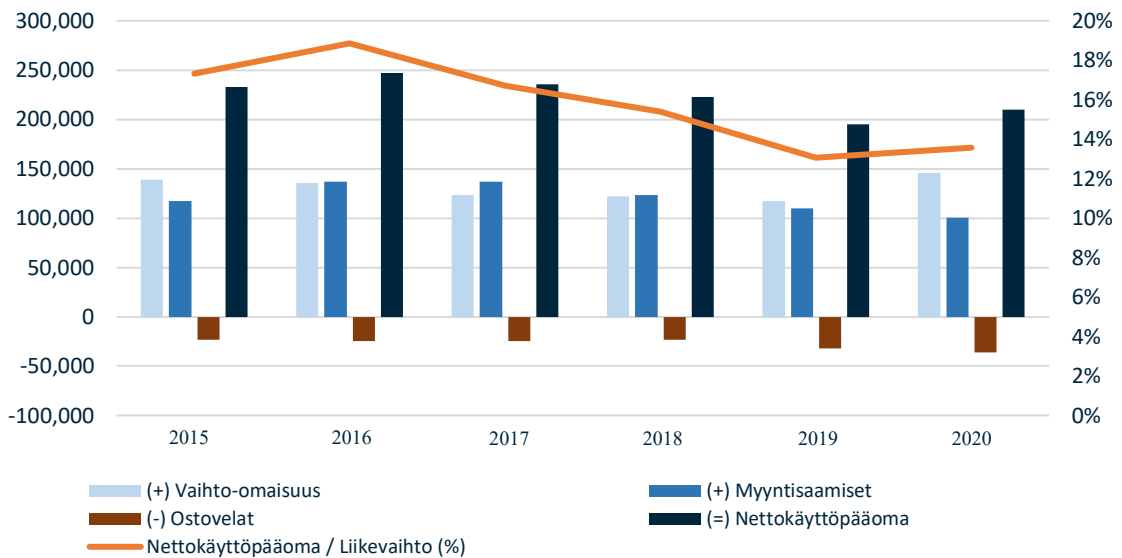


Kuvio 9 Kohdeyhtiön pääomarakenne 2012–2020

Viimeisenä arvioitavana tunnuslukuna ja tilinpäätökseen liittyvien erien tutkimuksessa on kohdeyhtiön liiketoimintaan sitoutuvien pääomien ja tase-erien tilanne. Tässä arvonnäilyksessä on kohdeyhtiön nettokäyttöpääomasta tehty laajojen tilinpäätösten puutteen vuoksi yksinkertainen analyysi, jossa tutkitaan kohdeyhtiön vaihtomaisuuden, myyntisaamisten ja ostovelkojen suhteellista muutosta suhteessa liikevaihtoon keskipitkällä historiallisella aikavälillä.

Varsinkin yritysostojen yhteydessä ostajan kannattaa tutkia nettokäyttöpääoman tasoa ja tehokkuutta tarkasti, koska analyysi voi paljastaa ostajan kannalta merkittävää arvonluontipotentiaalia. Ostokohde voi sitoa turhan paljon käyttöpääomaa suhteessa liiketoiminnan volyymeihin, jolloin operatiivisen tehostamisen kustannuksella voidaan vapauttaa kassavirtaa ja myöhemmin parantaa kohdeyhtiön arvostusta. (Koller, Goedhart & Wessels, 2020.)

Kohdeyhtiön liiketoimintaan sitoutunut pääoma on pysynyt tarkastelujaksolla melko stabiilina, mutta liiketoimintaan sitoutuu silti melko paljon pääomaa suhteessa liikevaihtoon (n. 12 %-19 %). Aallon Groupilla on ostajana mahdollisuus tehostaa näiden pääomien käyttöä, joka mahdollistaisi pääomien tehokkaamman käytön ja tätä kautta kohdeyhtiön arvon kasvattamisen tulevaisuudessa, kun pääomat eivät enää sitoisi vuosittaista kassavirtaa niin paljon kuin aikavälillä 2015–2020.



Kuvio 10 Kohdeyhtiön nettokäyttöpääoman kehitys ja suhde liikevaihtoon 2015–2020

4.2.2 Tulevaisuuden ennusteet

Analyysien jälkeen vuorossa on kohdeyhtiötä arvonmäärityksen kannalta merkittävien tulevaisuuden ennusteiden laatiminen arvonmäärityksen ennusteperiodille (2021E – 2025E) tehtyjen analyysien pohjalta. Arvonmäärittäjän ennusteet kohdeyhtiön arvonmäärityksen ennusteperiodia koskevista tiedoista on esitetty alla olevassa kuviossa (11).

Ennusteperiodia tukevia lukuja ja ennusteita	Ennusteet 2021E - 2022E	Ennusteet 2023E - 2025E
Liikevaihdon kasvu-%	3,2 %	3,2 %
Liiketulos-%	13,7 %	8,0 %
Poistojen suhde liikevaihdosta -%	0,4 %	0,4 %
Ennusteperiodin vero -%	20 %	20,0 %
Investointien suhde liikevaihdosta -%	0,6 %	0,4 %

Kuvio 11 Kohdeyhtiön arvonmäärityksessä ennusteperiodilla käytettävät ennusteet (2021E - 2022E ja 2023E-2025E)

Arvonmäärityksessä käytettävät ja laaditut ennusteet ennusteperiodin taloudellisesta suoriutumisesta perustuvat kohdeyhtiön historiallisen taloudellisen suorituskyvyn analysointiin, toimialan tulevaisuuden näkemyksiin sekä arvonmäärittäjän omaan tulkintaan koskien kohdeyhtiön suorituskykyä ja tulevaisuuden potentiaalia.

Liikevaihdon ennustetaan kasvavan vuosittain 3,2 prosenttia koko ennusteperiodin 2021E-2025E ajan, joka vastaa kohdeyhtiön vuosien 2018–2020 keskimääräistä liikevaihdon kasvua. Liiketuloksen suhteen arvioidaan mukailevan vuosina 2021E-2023E lyhyen aikavälin historiallista keskitasoa (EBIT 13,7 %), jonka jälkeen ennusteperiodin loppuun (2023E-2025E) toimialaraporttissakin mainitut haasteet pienemmän tilitoimiston kannattavuuteen ja kilpailukykyyn liittyen vähentävät kohdeyhtiön kannattavuutta pitkällä aikavälillä laskien sen 8,0 prosentin tasolle.

Poistojen suhteen liikevaihdosta ennustetaan pysyvän kohdeyhtiön historiallisten tilikausien 2018–2020 keskimääräisellä tasolla koko ennusteperiodin ajan.

Investointien ennustetaan olevan lyhyellä aikavälillä (2021E – 2023E) 0,2 prosenttia korkeammat kuin vuotuiset poistot, joka tarkoittaa, että yhtiön investoinnit kattavat vuotuisten poistojen tason mahdollistaen liiketoiminnan kilpailukyvyyn turvaamisen ennusteperiodilla. Investointien tason nähdään pitkällä aikavälillä tasoittuvan ennustettujen poistojen tasolle, joka mahdollistaa rahoitusteoreettisesti kannattavuuden tason pysymisen ennustetulla 8 prosentin tasolla.

Kohdeyhtiökohtaisten ennusteiden lisäksi tulevaisuuden ennusteissa on myös otettu kantaa makrotaloudellisen ympäristön kehittymiseen. Suomen Pankin laatiman Makrovakauseraportin (2020) mukaan koronapandemialla on ollut vuoden 2020 aikana merkittävän voimakas vaikutus reaalitalouteen, joka on vaikuttanut rahoituslaitosten, ennustelaitosten ja yritystenkin tulevaisuuden näkymiin negatiivisesti. Vaikka taloushallintoalan on katsottu olevan defensiivinen ala moniin muihin toimialoihin verrattuna, tulee makrotaloudelliset vaikutukset varmasti näkymään myös taloushallintoalan yhtiöiden liiketoiminnassa. Vaikutusta on huomioitu liikevaihdon kasvun maltillisessa tasossa ennusteperiodilla.

4.2.3 Kohdeyhtiön diskonttokoron määrittäminen

Arvonmäärityksen diskonttokoron määrittämistä on tarkasteltu aiemmin alaluvussa 3.2.3, jonka pohjalta ennen arvonmäärityksen varsinaista suorittamista estimoidaan käytettävä diskonttokorko, joka heijastelee kohdeyhtiön tulevaisuuden kassavirtoihin liittyviä riskejä ja rahan aika-arvoa. Diskonttokoron määrittämisessä määritetään alaluvun 3.2.3 mukaisesti pääoman keskimääräinen kustannus, joka kohdeyhtiön tapauksessa on puhtaasti oman pääoman ehtoinen, sillä sen taseella ei ole arvonmäärityshetkellä 31.12.2020 yhtään korollista vierasta pääomaa.

CAPM-Malli:

Riskitön korko	2,47 %
Markkinoiden riskipreemio	5,60 %
Yrityksen betakerroin	1,00
Pienen yhtiön liiketoimintariskipreemio	5,00 %
Oman pääoman kustannus	13,07 %

Kuvio 12 Kohdeyhtiön oman pääoman kustannuksen estimointi CAPM-mallilla

Yllä olevassa kaavaesimerkissä (12) on määritelty kohdeyhtiön oman pääoman kustannus hyödyntäen tutkielman alaluvussa 3.2.3.1 ja kuviossa (6) esitettyä CAPM-mallia ja sen kaavaa hyödyntäen. Riskittömänä korkona on käytetty Saksan valtion 10 vuoden joukkovelkakirjalainan keskimääräistä tuottoa 2000-luvulta.

Markkinoiden riskipreemion osalta on hyödynnetty PwC:n (2024) käyttämää tutkimusta kotimaisesta osakemarkkinoiden riskipreemiosta, jota PwC on julkaissut vuodesta 1999 lähtien. Osakemarkkinan riskipreemiona on käytetty riskipreemion nousevan trendin vuoksi keskiarvoa koko mittaushistorialta, joka kattaa 2000-luvun.

Kohdeyhtiön betakertoimen määrittely oli tällä kertaa kohtuullisen helppo, sillä betakerroin on sama kuin Inderesin analyttikon ostaja Aallon Groupille määrittelemä betakerroin kaksi kuukautta ennen kaupan julkistamista (Inderes, 2020). Aallon Groupin ja kohdeyhtiön saman betakertoimen käyttäminen on mahdollista, koska Aallon Groupin kyseinen betakerroin on määritelty Aallon Groupin pääomarakenteelle, joka ei ole sisältänyt kyseisenä ajankohtana ollenkaan korollista velkaa kohdeyhtiön tilanteen tapaan. Näin ollen kyseisen betakertoimen käyttäminen on mahdollista myös kohdeyhtiön tilanteessa.

Pienen yhtiön liiketoiminnan riskilisäksi on arvioitu 5 %, koska kohdeyhtiön liiketoiminta on volyymeiltaan erittäin pientä. Lisäksi diskonttokoron muodostuessa pelkästään oman pääoman ehtoista tuottovaatimuksesta, kantavat osakkeen omistajat kohdeyhtiön liiketoimintaan liittyvistä riskeistä suurta osaa. Pienen markkinaosuuden ja kovan

kilpailun keskellä painivan yhtiön tuottovaatimuksessa on huomioitava liiketoimintaan sekä volyymeihin kohdistuvat riskit ja epävarmuustekijät (Pratt & Grabowski, 2022).

Koska kohdeyhtiön pääomarakenteesta 100 % on omaa pääomaa ilman korollisia velkoja, lasketaan pääoman keskimääräinen kustannus aiemmin teoriaosuuden kaavaesimerkissä (5) esitelty WACC ilman vieraan pääoman osuutta, jolloin **WACC = oman pääoman kustannus (13,07 %)**.

4.2.4 Arvonmääritys DCF-mallilla

Alla on kohdeyhtiön taloudellisen kehityksen ennuste- ja terminaalijaksolle, johon kuviossa (14) laskettu kassavirtaperusteinen DCF-malli perustuu. Taloudellinen kehitys ja siihen liittyvät tunnusluvut on esitelty aiemmin tämän tutkielman lukujen 2, 3 tai 4 aikana. Kuvio on kuitenkin haluttu tuoda tähän antamaan parempaa ymmärrystä siitä, miten taloudellinen suoriutuminen vaikuttaa kuvioissa (14) ja (15) käsiteltävien vapaiden kassavirtojen nykyarvoon.

Tilikausi (t€)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminaalijakso
LIKEVAIHTO	1 548	1 598	1 648	1 701	1 755	1 810	
(+) Liiketoiminnan muut tuotot	12	0	0	0	0	0	
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	2,5 %
(-) Liiketoiminnan kulut	-1 403	-1 372	-1 416	-1 557	-1 606	-1 657	
KÄYTTÖKATE (EBITDA)	145	226	233	144	148	153	
Käyttökate-%	9,4 %	14,1 %	14,1 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
(-) Poistot ja arvonalentumiset	-5	-7	-7	-7	-8	-8	
Poistojen osuus liikevaihdosta-%	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	
LIKEVOITTO (EBIT)	140	219	225	136	141	145	
Liikevoitto-%	9,1 %	13,7 %	13,7 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Kuvio 13 Kohdeyhtiön taloudellinen kehitys ennuste- ja terminaalijaksolla

Alla olevassa kuviossa (14) on esitetty kohdeyhtiön liiketoiminnan arvon estimointi vapaiden kassavirtojen (DCF) mallia hyödyntäen. DCF-malli on esitelty tarkemmin

luvussa 3.2, jonka esimerkkikaavaan (1) alla oleva malli pohjautuu. Terminaaliarvon laskeminen on esitelty aiemmin alaluvussa 3.2.4 (esimerkit 10 ja 11), johon terminaalijakson diskontattujen kassavirtojen nykyarvo perustuu. Terminaalijaksolle liittyvään vakiokasvun malliin on oletettu vuotuiseksi kasvuvauhdiksi 2,5 %, joka on 0,5 % Euroopan Keskuspankin määrittelemää inflaatiotavoitetta korkeampi (Kortelainen, 2024).

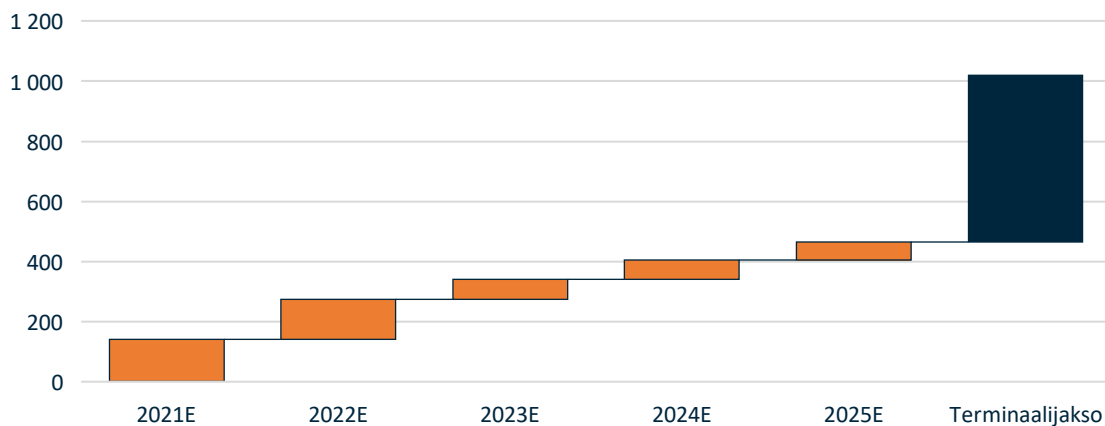
Mallissa oleva käyttöpääoman muutos on sidottu kohdeyhtiön historialliseen nettokäyttöpääoman määrään liikevaihdosta, joka on ollut vuosina 2018–2020 n. 14 %. Liikevaihdon kasvun seurauksena käyttöpääomaa sitoutuu euromääräisesti siis enemmän kuin edellisenä vuotena, mutta sen odotetaan suhteessa pysyvän samana.

Kohdeyhtiön liiketoiminnan arvoksi näillä parametreilla saadaan n. **1.018.000 euroa**. Koska kyseessä on ollut liiketoimintakauppa, eikä kohdeyhtiön osakekantaa myydä kaupassa, on arvonnäilyksessä arvostettu vain kohdeyhtiön taloushallintoon ja tilitoimistoon liittyvän liiketoiminnan arvo. Koska arvonnäilyttäjällä ei ole käytettävissä kohdeyhtiön laajaa tuloslaskelmaa ja tasetta, on ei-liiketoimintaan kuulumattomien varojen ja velkojen lisäys/vähennys liiketoiminnan arvoon (EV) erittäin hankalaa. Näin ollen tutkimuksessa arvostetaan vain liiketoiminnan arvo.

<i>Vapaan kassavirran laskelma (t€)</i>	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminaalijakso 2,5 % kasvu
Liikevoitto (EBIT)	140	219	225	136	141	145	
(-) Maksetut laskennalliset verot	-28	-44	-45	-27	-28	-29	
NOPAT	112	175	180	109	113	116	
(+) Poistot ja arvonalentumiset		7	7	7	8	8	
(+/-) Käyttöpääoman muutos		-14	-7	-7	-8	-8	
Operatiivinen kassavirta		168	181	109	113	116	
(-) Käyttöomaisuuden investoinnit		-10	-11	-11	-8	-8	
Vapaa kassavirta liiketoiminnasta (FCF)	-	158	170	98	105	108	1025
Diskontattu vapaa kassavirta (Nykyarvo)	-	140	133	68	64	59	555
Liiketoiminnan arvo (EV)	1 018						

Kuvio 14 Vapaan kassavirran laskelma ja liiketoiminnan arvon (EV) muodostuminen

Alla olevaan kuvioon (15) on havainnollistettu tarkemmalta ennusteperiodilta (2021E-2025E) sekä terminaali-jaksolta kumuloituvien kassavirtojen nykyarvoja, joista liiketoiminnan arvo (EV) koostuu. Kuvioista voidaan huomata, että terminaali-jaksolta kertyneiden kassavirtojen nykyarvo vastaa n. 50 prosenttia koko kohdeyhtiön liiketoiminnan arvosta. Damodaranin (2012) mukaan terminaali-jakson osuus kokonaisarvosta vaihtelee huomattavasti, mutta 50 % tasoa voidaan pitää erittäin hyvänä ja vähemmän epätarkkana osuutena, koska sen arvo ei kata kuin puolet yrityksen liiketoiminnan kokonaisarvosta. Terminaaliarvon liiallinen osuus (70 % - 90 %) voi vääristää liikaa yrityksen kokonaisarvoa.



Kuvio 15 Liiketoiminnan arvon (EV) kumulatiivinen muodostuminen ennuste- ja terminaali-jaksolta diskontattujen kassavirtojen nykyarvojen mukaisesti

4.2.5 Herkkyysanalyysi

Yksittäisten oletusten pienetkin muutokset voivat johtaa merkittäviin muutoksiin lopullisessa arvostustuloksessa, herkkyysanalyysi muodostaa olennaisen osan arvonmäärityksen analyysivaihetta (Damodaran, 2012). Prattin ja Grabowskin (2022) mukaan herkkyysanalyysi auttaa mallintamaan arvonmääritysprosessin epävarmuutta ja tukemaan päätöksentekoa esimerkiksi investointi- tai yritysostotilanteissa.

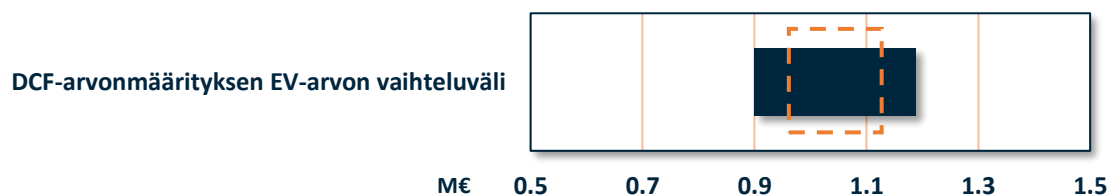
Herkkyysanalyysiä on esitelty tarkemmin tutkielman alaluvussa 3.2.5, jonka perusteella myös alla olevan kuvaajan (16) mukainen herkkyysanalyysi on toteutettu. Aiemmin yllä esitellyssä DCF-mallissa terminaali-jakson vakiokasvuksi oli oletettu 2,5 prosenttia mukailten hieman tavoiteinflaatiota korkeampaa kasvua liiketoiminnalle. Lisäksi kohdeyhtiön arvonmäärityksen tuottovaatimusta käsitelleessä alaluvussa 4.2.3 kohdeyhtiön diskonttokoroksi määriteltiin 13,07 prosenttia.

Herkkyysanalyysissä kohdeyhtiön arvoa on pyritty analysoimaan myös näistä tavoitteista eriävillä vakiokasvun prosenteilla sekä eriävillä diskonttokoroilla. Herkkyysanalyysistä voidaan huomata, että pienelläkin arvonmäärityksen oletusten tai muuttujien muokkaamisella saadaan aikaan melko suurtakin muutosta arvon indikaatioon.

		TERMINAALI-JAKSON VAKIOKASVU%				
		1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
WACC	14,07 %	900	918	939	960	984
	13,57 %	934	954	977	1 001	1 028
	13,07 %	970	993	1 018	1 046	1 076
	12,57 %	1 010	1 036	1 064	1 095	1 130
	12,07 %	1 054	1 083	1 115	1 150	1 189

Kuvio 16 Kohdeyhtiön liiketoiminnan arvon (EV) herkkyysanalyysitaulukko

Alla olevaan kuvioon (17) on esitetty graafisessa muodossa kuvion (16) herkkyysanalyysitaulukko. Oransseilla katkoviivoilla on kuvattu kuviossa (16) oleva keskimäinen arvon vaihteluväli, johon arvo näillä indikaattoreilla todennäköisesti asettuu.



Kuvio 17 Kohdeyhtiön liiketoiminnan arvon (EV) vaihteluväli graafisesti

4.2.6 Arvostuskertoimet ja niiden vertailu

Varsinaisen arvonmäärittämissä mallin perusteella tehdyn arvonmäärittämisen jälkeen arvonmäärittämistä voidaan tehdä myös suhteellisen arvonmäärittämisen kautta, jota on esitelty tarkemmin alaluvussa 3.3.

Seuraavassa alaluvussa 4.2.6.1 esiteltyjen verrokkien arvostuskertoimista voidaan huomata, että verrokkiyhtiöiden tunnuslukujen perusteella tehtävän suhteellisen arvonmäärittämisen hyödyntäminen alaluvun 3.3.1 mukaisena arvonmäärittämistapana ei ole kohdeyhtiön kohdalla järkevää. Verrokkiyhtiöiden arvostukset ovat olleet vuosina 2020–2022 verrattain erittäin korkeat, jonka vuoksi niiden kautta suoritettava arvonmäärittäminen nostaisi kohdeyhtiön arvon epäuskottavan korkealle tasolle.

Alla olevassa kuviossa (18) on hyödynnetty kahta Aallon Groupin aiemmin vuonna 2020 ja 2019 suorittamaa yritysostoa ja tutkittu niissä realisoituneita kertoimia. Kuvioista selviää, että kahden yhtiön keskimääräinen EV/Sales (liikevaihto) arvostuskerroin on ollut n. 1,16x. Kertoimet ovat julkista tietoa ja ne löytyvät Inderesin Aallon Groupia käsittelevästä laajasta raportista (2023).

Näiden kertoimien valossa kohdeyhtiön viimeisin vahvistettu liikevaihto (2020) on kerrottu aiemmin esiteltyjen esimerkkien (12 ja 13, alaluvussa 3.3) mukaisesti kahden raportoidun kaupan EV/Sales-kertoimella, josta on muodostettu kohdeyhtiön liiketoiminnan arvoksi **n. 1.797.000 euroa**.

Suhteelliseen arvonmäärittämiseen tulee kuitenkin suhtautua suurella varovaisuudella, sillä verrokkitranskatioryhmä koostuu vain kahdesta toteutuneesta ja hieman eri kokoisesta yrityskaupasta. Katramon ja Laurilan (2013) mukaan kertoimien soveltamiseen tulee myös sen vuoksi suhtautua varauksella, että yrityskauppojen arvoihin linkittyy usein synergiaetuja, joita julkisuuteen ei vuodeta. Näin ollen kaksi erilaista yrityskauppaa ja niiden kauppahintaa eivät ole ikinä täysin vertailukelpoisia.

Suhteellisen arvonmäärittämisen kautta saavutettu arvon indikaatio (1.797.000 euroa) eroaa merkittävästi pääasiallisen DCF-mallin avulla saavutetusta arvon indikaatiosta (1.018.000 euroa).

Oston kohde	Ostaja	Liikevaihto (t€)	Liiketoiminnan arvo (EV) t€	EV/Sales
Avion Oy	Aallon Group	500	640	1,28x
Tili-Koivu ja Tilinova Oy	Aallon Group	1 920	2 000	1,04x
Verrokkitransaktiot yhteensä				1,16x
Kympykirjanpito Oy		1 548	1 797	1,16x

Kuvio 18 Kohdeyhtiön EV-arvon määrittäminen verrokkitranskatioiden avulla

4.2.6.1 Implisiittisten arvostuskertoimien hyödyntäminen

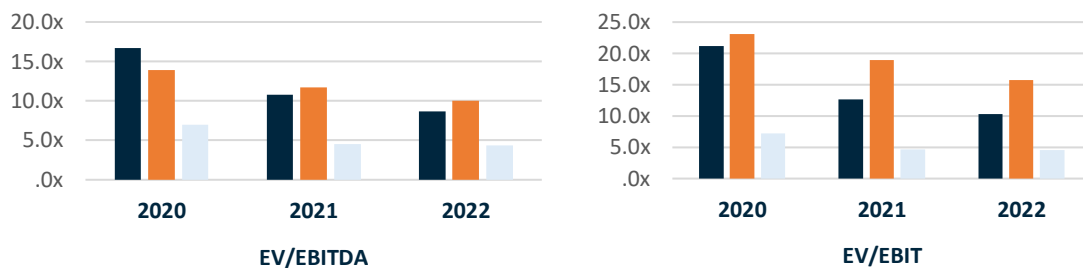
Implisiittisten arvostuskertoimien tarkoituksena on hyödyntää ja vertailla johdonmukaisuutta pääasiallisella arvonmäärittämisellä (tässä tutkielmassa DCF-mallin) saadun arvon ja markkinalla toteutuneiden indikaatioiden välillä. Tätä on esitelty aiemmin alaluvussa 3.3.1.

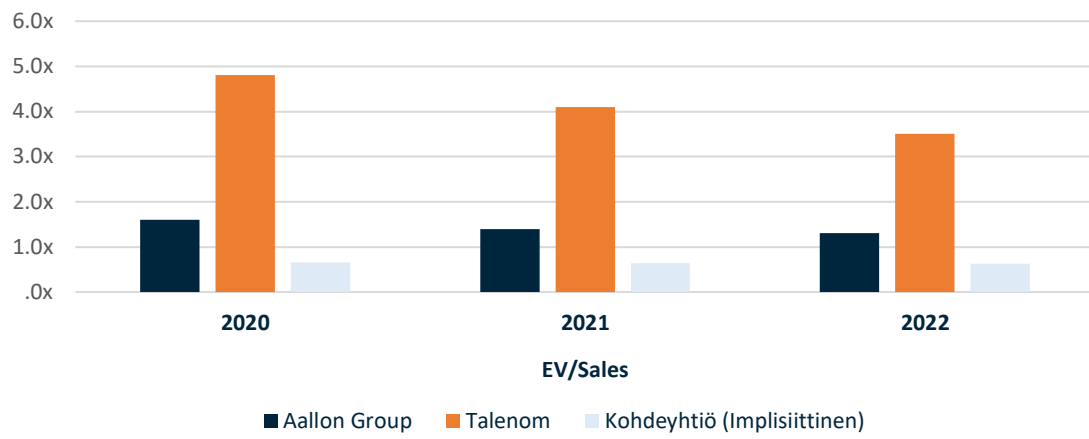
Alle on listattu kohdeyhtiön kanssa samalla toimialalla toimivien pörssinoteerattujen verrokkiyhtiöiden vuosien 2020–2022 arvostuskertoimia. Lisäksi alimmalle riville on listattu kohdeyhtiön kassavirtaperusteisella mallilla saadun liiketoiminnan (EV) arvon (**1.018.000 euroa**) suhdetta toteumavuoden 2020 ja ennustevuosien 2021 ja 2022 EBITDA, EBIT ja liikevaihdon tunnuslukuihin.

Kuvioista voidaan huomata, että kohdeyhtiölle DCF-mallin kautta indikoitu liiketoiminnan arvo ja siitä johdetut arvonmäärityskertoimet eroavat melko rajusti markkinalla realisoituneiden listattujen verrokkiyhtiöiden arvostuskertoimista. Kohdeyhtiön kertoimien ollessa huomattavasti alhaisemmat, tarkoittaa se, että arvon indikaatio suhteessa listattuihin verrokkeihin on huomattavasti alhaisempi ja näin ollen se olisi sijoittajalle ”halvempi”, mikäli kohdeyhtiön osakkeella tehtäisiin kauppaa esimerkiksi pörssissä. Listaamattoman yhtiön alempi arvostus suhteessa verrokkeihin ei ole sattumanvaraista, vaan se perustuu rationaalisesti johdettavissa oleviin riskeihin ja markkinarakenteellisiin tekijöihin, kuten epälikvidisyyteen ja epävarmempiin tuleviin kassavirtoihin. Näiden huomioiminen on erityisen tärkeää, kun käytetään arvostuskertoimia yrityskauppojen yhteydessä. (Silber, 1991.)

Arvostuskertoimet	EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/Sales		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Aallon Group	16,7x	10,8x	8,7x	21,2x	12,6x	10,3x	1,6x	1,4x	1,3x
Talenom	13,9x	11,7x	10,0x	23,1x	18,9x	15,7x	4,8x	4,1x	3,5x
Kohdeyhtiö (Implisiittinen)	7,0x	4,5x	4,4x	7,2x	4,7x	4,5x	0,7x	0,6x	0,6x

Kuvio 19 Listattujen verrokkien ja kohdeyhtiön arvostuskertoimia (Inderes, 2020)





Kuvio 20 Listattujen verrokkiyhtiöiden ja kohdeyhtiön arvostuskertoimia graafisesti

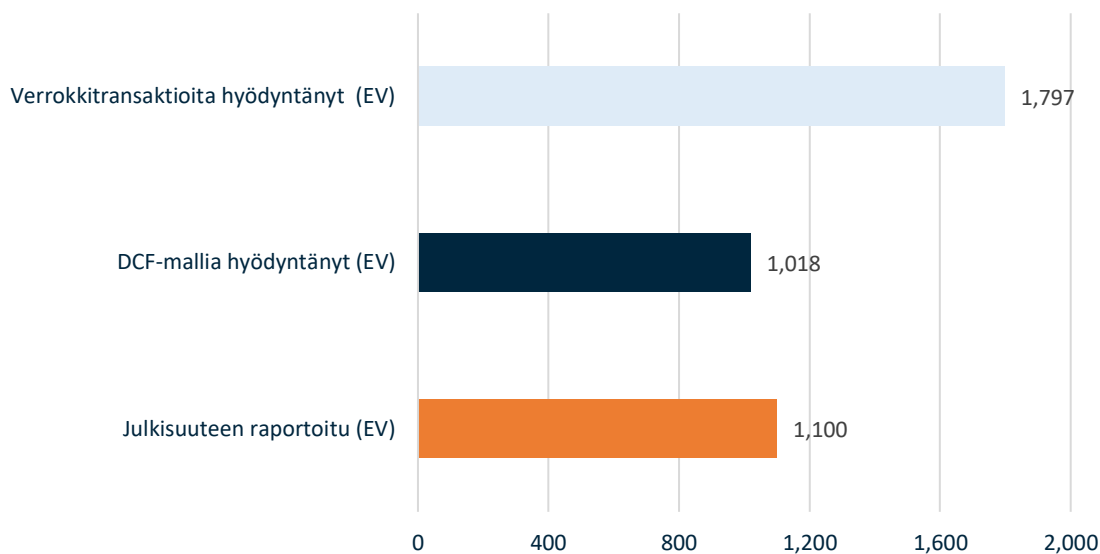
5 Tutkimuksen yhteenveto ja johtopäätökset

Tutkielman tarkoituksena oli esitellä arvonmäärittystä ja sen käyttötarkoitusta yritysostojen yhteydessä. Lisäksi tutkielmassa tutustuttiin teoreettisesti yritysostajiin ja yritysostoihin strategisena kasvun mahdollistajana. Tutkielman empiirisenä tutkimuksena toteutettiin tammikuussa 2021 ostetun Kymppikirjanpito Oy:n arvonmäärittäminen hyödyntäen teoriaosuudessa esiteltyä arvonmäärittämisprosessia, DCF-mallia ja suhteellista arvonmäärittystä.

Tutkielman tarkoituksena oli vastata kysymyksiin:

- Onko Aallon Group Oyj:n toteuttama ja analysoitu yritysosto ollut hinnoiteltu oikein peilaten ja verraten tutkielmassa käytettyihin arvonmäärittämenetelmiin ja niistä saatuihin tuloksiin?
- Millainen mahdollinen ero rahallisesti on raportoidun EV-arvon ja tutkimuksessa saadun stand-alone-arvon välillä?

Alla olevasta kuviosta (21) selviää, että julkisuuteen raportoidun ja toteutuneen EV arvon ja DCF-mallilla estimoidun yritysarvon erotus on erittäin pieni. Tutkielman ja arvonmäärittäksen tekijä suhtautui kohdeyhtiön tulevaisuuden potentiaaliin verrattain kriittisesti, ostajan etua ja riskejä huomioiden ja oletti alittavansa raportoidun hinnan melko selkeästi. Lopputulosta katsomalla voidaan olettaa, että Aallon Group on hinnoitellut kyseisen yritysoston melko hyvin ja esimerkiksi verrokkitranskatioihin peilaten edullisesti.



Kuvio 21 Raportoidun ja estimoitujen liiketoiminnan yritysarvojen (EV) vertailua (t€)

Tutkielma osoittaa, että perusteellisesta arvonmäärittämisestä, riskien ja tulevaisuuteen liittyvien seikkojen huomioimisella voi olla suurta vaikutusta arvonmäärittämisessä olevan kohdeyhtiön arvon indikaatiolle. Tutkielman lukemisesta ja siihen tutustumisesta on varmasti hyötyä usealle yritysostoa tai -myyntiä suunnittelevalle johtajalle tai yrittäjälle. Lisäksi tutkimuksesta voi olla hyötyä asiantuntijalle, joka mahdollisesti tahtoo kehittyä arvonmäärittämisasiantuntijana ja oppia tunnistamaan arvoajurit, arvostukseen vaikuttavat sudenkuopat ja muut merkittävät tekijät kassavirtaperusteisen arvonmäärittämisessä.

Tutkielmassa käytetty taloudellinen data lähinnä kohdeyhtiön tuloslaskelmien ja taseiden suhteen ei ollut optimaalinen ja sen puutteellisuuden takia arvonmäärittäminen saattaa sisältää joitain virheitä, joita ei ole osattu huomioida laajojen taseiden ja tuloslaskelmien puuttuessa. Lisäksi listaamattoman ja pienen yhtiön kassavirtaperusteiseen arvonmäärittämisessä sisältyy usein paljon oletuksia, jotka liittyvät esimerkiksi käytettävään betakertoimeen ja muihin pääoman kustannukseen liittyviin muuttujiin. Kohdeyhtiön kohdalla pääoman kustannus muodostui pelkästään oman pääoman kustannuksesta, joka vaikuttaa saatuun arvon indikaatioon negatiivisesti, koska alhaisemman tuottovaatimuksen omaavalla vieraalla pääomalla ei ole lainkaan

painoa. Mikäli kohdeyhtiöllä olisi ollut taseellaan korollista velkaa, myös vieraan pääoman kustannuksen määrittäminen olisi ollut epätarkkaa velkojen mahdollisesti kohdistuessa liiketoiminnan ulkopuolisiin eriin, kuten sijoituksiin tai kiinteistöihin.

Joka tapauksessa DCF-mallilla saatua arvon vaihteluväliä voidaan pitää jokseenkin luotettavana, koska vaihteluväli osuu myös raportoidun ja julkaistun kauppahinnan kanssa samalle tasolle.

Jatkotutkimusaihetta pohtien olisi erittäin mielekästä haastatella Aallon Groupin yritysostoista vastaavaa tahoja ja keskustella heidän kanssaan kohdeyhtiöiden arvoajureista. Arvonmäärittäminen olisi myös mielekästä suorittaa ns. täysin ostajan saappaat jalassa pohtien strategisesti mahdollisten synergiahyötyjen tuomaa lisäkassavirtaa niin ostettavan kuin ostavan yhtiönkin tulevaisuutta silmällä pitäen. Näiden strategisten skenaarioanalyysien rakentaminen ostaville tahoille voisi olla myös tämän tutkielman laatijan unelmatyö, joten ehkä siltä pohjalta voimme tulevaisuudessa nähdäkin jatkotutkimusta.

Carnegie. (2021) "Serieförvärvare med attraktiv M&A potential".
<https://www.carnegie.se/nyheter/aktiecase-sdiptech/>

Chakrabarti, Abhirup & Mitchell, Will. (2013). The Persistent Effect of Geographic Distance in Acquisition Target Selection. *Organization Science*. 24. 10.1287/orsc.1120.0811.

Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (2000) *Valuation—Measuring and Managing the Values of Companies*

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, (3rd edition). Wiley.

Eloranta, Jorma., (2018), *Hallitus johdon tukena*

Fainshmidt, S. & Wenger, L. & Pezeshkan, A. & Mallon, M. (2019) "When do Dynamic Capabilities Lead to Competitive Advantage? The Importance of Strategic Fit," *Journal of Management Studies*, Wiley Blackwell, vol. 56(4), pages 758-787, June.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*

Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469–502.

Hayward, M.L.A. (2002), When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strat. Mgmt. J.*, 23: 21-39. <https://doi.org/10.1002/smj.207>

- Hossain, M. (2021), Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions, Journal of Economics and Business, Volume 116. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2021.106004>
- Ibne, Hassan & Ghauri, Pervez & Mayrhofer, Ulrike. (2018). Merger and acquisition motives and outcome assessment. Thunderbird International Business Review. 60. 10.1002/tie.21967.
- Inderes. (2020). Aallon Group, Yhtiöpäivitys. <https://www.inderes.fi/files/85dbc86d-7acb-4a59-8181-e83d4d2462e8>
- Inderes. (2020). Talenom, Yhtiöpäivitys. <https://www.inderes.fi/files/8799431d-9394-4db9-a09e-9cbf26a5ed2e>
- Inderes. (2022). Aallon Group, Laaja Raportti. <https://www.inderes.fi/files/c556290b-9101-4ae4-a14d-783419e8abfb>
- Kallinen, Timo & Kinnunen, Taina (2021). Etnografia. Teoksessa Jaana Vuori (toim.) Laadullisen tutkimuksen verkkokäsikirja. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto [ylläpitäjä ja tuottaja]. . [Viitattu 31.7.2024.]
- Kallunki, Juha-Pekka (2022), Tilinpäätösanalyysi
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. (2012). Osakkeen arvonmääritys - Onnistunut sijoituspäätös. Alma Talent.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. Journal of Finance, 50(4), 1059–1093.
- Katramo, Mikko & Lauriala, Jari & Matinlauri, Ismo & Niemelä, Jaakko. (2013), Yrityskauppa

- Kengelbach, J. and Roos, A.W. (2011), *Riding the Next Wave in M&A: Where are the Opportunities to Create Value?*, Boston Consulting Group, Incorporated, Boston, MA
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company, Wiley
- Kortelainen, Mika. (2024). Miksi inflaatiotavoite on 2 prosenttia?. Suomen Pankki.
<https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2024/miksi-inflaatiotavoite-on-2-prosenttia/>
- Kujala, J. (2021) Most Mergers Create Value - At Least in Sweden.
<https://www.evli.com/blog/funds/most-mergers-create-value>
- Kusewitt, J.B., Jr. (1985), An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strat. Mgmt. J.*, 6: 151-169. <https://doi.org/10.1002/smj.4250060205>
- Laamanen, T. and Keil, T. (2008), Performance of serial acquirers: toward an acquisition program perspective. *Strat. Mgmt. J.*, 29: 663-672. <https://doi.org/10.1002/smj.670>
- Liimatainen, Antti & Lähteenmaa, Lauri. (2020), *Kasvuun yritysostolla*
- Mellen, Chris M., and Frank C. Evans. *Valuation for M&a : Building and Measuring Private Company Value*, John Wiley & Sons, Incorporated, 2018. ProQuest Ebook Central, <https://ebookcentral-proquest-com.proxy.uwasa.fi/lib/tritonia-ebooks/detail.action?docID=5349036>.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757–782.

- Peng, M. W. (2003). Institutional Transitions and Strategic Choices. *The Academy of Management Review*, 28(2), 275–296. <https://doi.org/10.2307/30040713>
- Pennam, S. H. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill.
- PwC, (2024). Osakemarkkinan riskipreemio Suomen markkinoilla 2024. <https://www.pwc.fi/fi/tiedostot/PwC-Osakemarkkinan-riskipreemio-Suomen-markkinoilla-2024.pdf>
- Rabier, M.R. (2017), Acquisition Motives and the Distribution of Acquisition Performance. *Strat. Mgmt. J*, 38: 2666-2681. <https://doi.org/10.1002/smj.2686>
- Seppänen, Harri. (2017), Yrityksen arvonmääritys
- Shi, W. (Stone), Sun, J., & Prescott, J. E. (2011). A Temporal Perspective of Merger and Acquisition and Strategic Alliance Initiatives: Review and Future Direction. *Journal of Management*, 38(1), 164-209. <https://doi.org/10.1177/0149206311424942>
- Silber, W. L. (1991). Discounts on restricted stock: The impact of illiquidity on stock prices. *Financial Analysts Journal*, 47(4), 60–64.
- Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions*.
- Suomen Pankki. (2020). Makrovakauseraportti 2/2020. <https://urn.fi/URN:NBN:fi:bof-202012182576>
- Työ- ja elinkeinoministeriö, (2019). Toimialaraportit, Taloushallintoala. Saatavilla: https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/161842/TEM_2019_50_R.pdf
- Vuori, Natalia & Laamanen, Tomi. (2020). Geographic Roll-Up Acquisition Programs and Their Performance Implication. 10.1108/S1479-361X20200000019003.

Walter, G. A., & Barney, J. B. (1990). Management Objectives in Mergers and Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 11(1), 79–86.

<http://www.istor.org/stable/2486559>

Welch, X., Pavićević, S., Keil, T., & Laamanen, T. (2019). The Pre-Deal Phase of Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 46(6), 843-878. <https://doi.org/10.1177/0149206319886908>.