



# Arvonmääritysopas

Copyright © 2015 3J Consulting Oy

*Kaikki oikeudet pidätetään. Julkaisua ei saa ladata tai julkaista ilman julkaisijan lupaa. Luvan saamiseksi kysy kirjallisesti julkaisijalta: [info@3j.fi](mailto:info@3j.fi)*



## Sisällys

1. Tausta .....	3
2. Yleistä arvonmäärityksestä .....	3
3. Tuloslaskelman oikaisu .....	5
4. Arvonmääritysmenetelmät .....	5
5. Verottajan arvostusperiaate .....	7
6. Mistä yrityksessä kannattaa maksaa .....	8
7. Yhteenvedo .....	9
8. Yhteystiedot .....	10

## 1. Tausta

Pk-yritysten arvonmääritys mielletään usein monimutkaiseksi matemaattisten kaavojen viidakoksi. Tämän oppaan tavoitteena on tuoda selkokielellä esille mistä pk-yritysten arvonmäärityksessä on kyse yrityskauppa- ja muissa yritysjärjestelytilanteissa. Opas antaa käytännön ohjeita yrityksen ostoa tai myyntiä harkitsevalle, ja oppaassa on vinkkejä siitä mihin yritysarvoa kasvattaviin toimenpiteisiin johtamisessa kannattaa kiinnittää huomiota kun valmistaudutaan tulevaan omistusjärjestelyyn.

## 2. Yleistä arvonmäärityksestä

Ensimmäinen kysymys arvonmäärityksessä on ”mitä ollaan ostamassa tai myymässä?” Yrityskaupassa myydään joko yrityksen liikeomaisuutta, liiketoimintaa, yhtiön osakkeita tai yhtiön osuuksia. Kauppatavalla on oleellinen merkitys siirtyviin varallisuuseriin ja siihen, kuinka paljon voidaan antaa arvoa esimerkiksi asiakassopimuksille, varallisuuserille, työntekijöille, toimiluville jne.

OSAKEKAUPPA	LIIKETOIMINTAKAUPPA
Sopimusten siirtyminen	Sopimusneuvottelut
Varallisuuserien siirtyminen	Siirtyvistä eristä neuvottelut
Kaikki työntekijät siirtyvät	Liiketoimintaan kuuluvat siirtyvät
Toimiluvat siirtyvät	Toimiluvat neuvoteltava uudestaan

Myyjä myy mielellään osakkeita ja ostaja ostaa mielellään liiketoimintaa. Taustalla ovat usein verotukseen, rahoitukseen ja vastuisiin liittyvät kysymykset. Ostajan näkökulmasta kyse on ennen kaikkea siitä, kuinka hän pystyy parhaalla mahdollisella tavalla toteuttamaan suunnitelmansa liiketoiminnassa ja täyttyvätkö edellytykset suunnitelmien toteuttamiseen parhaiten liiketoimintakaupalla vai osakekaupalla.

Yrityksen tai liiketoiminnan arvo määritellään yritysomaisuuden, eli taseen *vastaavaa*-puolen, kautta. Yritysomaisuus koostuu yleensä koneista, laitteista, varastosta ja esimerkiksi kiinteistöistä. Yritysomaisuuden tehtävänä on generoida yritykselle kassavirtoja. Mikäli yritysomaisuus generoi yritykselle positiivista kassavirtaa, määritellään yritysomaisuuden markkina-arvo *tulevien kassavirtojen* perusteella. Mikäli yritysomaisuus ei tuota kassavirtaa tai saatava kassavirta on alhainen, omaisuuden markkina-arvo on sen realisointiarvo eli *substanssiarvo*.

Yritys rahoittaa yritysomaisuuden hankinnan oman pääoman ja vieraan pääoman avulla, mikä näkyy taseen *vastattavaa*-puolella. Yritysomaisuuden arvo (A) on yhtä suuri kuin oman ja vieraan pääoman summa (E+D). Yrityksen arvostamista voidaan hahmottaa ns. markkinaperusteisen taseen kautta:

Markkinaperustainen tase	
Vastaavaa	Vastattavaa
Yritysomaisuuden markkina-arvo (Assets, A)	Oman pääoman markkina-arvo (Equity, E) Vieraan pääoman markkina-arvo (Debt, D)
Koko yrityksen arvo = A (=E+D)	Koko yrityksen arvo = E+D (=A)

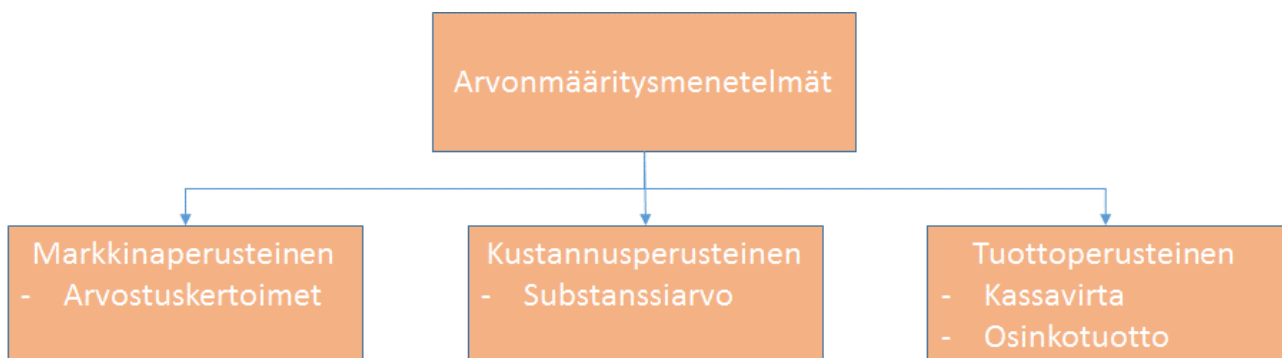
Yrityksen ostajalla on vaihtoehtona ostaa joko pelkkä liiketoiminta tai yrityksen koko osakekanta. Liiketoimintaa ostettaessa ostaja käytännössä ostaa vain taseen vastaavaa-puolen eli yritysomaisuuden (A). Vieraan pääoman määrällä ei tällöin ole merkitystä, koska yrityksen vastuut eivät siirry ostajalle. Jos ostaja ostaa koko osakekannan (=yrityksen oman pääoman), pitää vieraan pääoman määrä huomioida kauppahinnassa. Esimerkki (A = 100EUR, E = 40EUR ja D = 60EUR): Pelkkää liiketoimintaa ostettaessa ostaja maksaa koko yritysomaisuuden arvon 100EUR. Osakekantaa ostettaessa pitää huomioida että velkojat omistavat yritysomaisuudesta jo 60EUR, jolloin ostaja maksaa osakkeista vain 40EUR.

### 3. Tuloslaskelman oikaisu

Arvonmäärityksen lähtökohtana on aina oikaistu tilinpäätös ja näin yrityksen todellinen kannattavuus. Yleisimpiä sudenkuoppia ovat omistajien työpanoksen aliarvioiminen; mikäli omistaja ei nosta täysimääräistä palkkaa, mutta tekee täysipäiväisesti töitä tai nostaa täysimääräistä palkkaa, mutta tekee normaalia enemmän töitä, näyttää tilinpäätöksen tulos ”liian hyvältä”. Palkkaoikaisujen ymmärtäminen todellisen kannattavuuden selvittämiseksi vaatii omistajien haastattelussa oikeiden kysymysten laatimista ja molemmin puolista luottamusta haastattelutilanteessa. Toinen yleinen oikaistava erä on yrityksen omistama, liiketoiminnassa käytössä oleva kiinteistö. Mikäli tulosta ei ole rasittamassa markkinaehtoiset toimitilakulut, täytyy todellisen kannattavuuden selvittämiseksi tehdä vuokraoikaisu. Muita yleisiä oikaistavia eriä ovat omistajien henkilökohtaisessa käytössä olevat autot, asunnot ja muut liiketoiminnalle kuulumattomat kulut.

### 4. Arvonmääritysmenetelmät

Yrityksen arvo on sen omaisuuden markkina-arvo, eli hinta, jonka ostajat ovat valmiita maksamaan sen omasta pääomasta ja veloista. Arvonmääritysmenetelmät jaetaan yleisesti kolmeen eri menetelmään; markkinaperusteiseen, kustannusperusteiseen ja tuottooperusteiseen arvonmääritysmenetelmään.



**Markkinaperusteisessa** arvonmäärittämisessä lähtökohtana toimivat lähiaikoina tehdyt vastaavat yrityskaupat. Haasteena pk-yrityksillä on se, että on vaikea löytää vertailukohtaa vastaavista yrityksistä halutulla maantieteellisellä alueella. Markkinaperusteinen arvonmäärittäminen perustuu käytännössä tunnuslukuanalyysiin. Vertailua tehdään esimerkiksi hinta/liikevaihto, hinta/käyttökate, hinta/liikevoitto, hinta/tilikauden tulos, hinta/oma pääoma jne.

**Kustannusperusteisessa** arvonmäärittämisessä lähtökohtana on se, että yrityksestä ei kannata maksaa enempää kuin mitä maksaisi perustaa tai ostaa vastaava yritys. Tällöin lasketaan yrityksen varat miinus velat tilinpäätöksen tasearvoilla ja käyvillä arvoilla. On oleellista, että tase-erät oikaistaan käypiin arvoihin. Mikäli oikaisutarvetta ei ole, niin substanssiarvo on yhtä kuin tasearvo. Myyjän näkökulmasta substanssiarvo tarkoittaa yrityksen realisointiarvoa eli mitä yrittäjä saa toiminnan lopettamisen yhteydessä myymällä pois omaisuuden ja maksamalla velat pois.

**Tuottooperusteisessa** arvonmäärittämisessä lähtökohtana on se, mitä yritys tuottaa omistajalle. Tuottooperusteisessa arvonmäärittämisessä analyysin kohteena on yrityksen historiallinen tuottokehitys, mutta ennen kaikkea odotukset tulevaisuuden kehityksestä. Yleisin tuottoarvon määrittämiseen käytetty laskentamenetelmä on ns. DCF-malli (DCS, Discounted Cash Flow), joka perustuu tulevien kassavirtojen muuttamiseen nykyrahaksi. Laskentamenetelmä vaatii hyvää ymmärrystä yrityksen tulevaisuuden kehityksestä. Tietolähteinä toimivat esimerkiksi johdon laatimat budjetit ja yrityksen sisäiset analyysit toimialasta, markkinoiden kehityksestä jne. Joiden avulla on tarkoitus saada luotettava kuva tulevien kassavirtojen kehityksestä.

Kassavirtojen lisäksi DCF-mallissa täytyy arvioida rahoittamiseen sitoutuvan pääoman kustannusta. Pääoman kustannus (WACC, Weighted Average Cost of Capital) muodostuu useasta eri komponentista; vieraasta pääomasta, omasta pääomasta, vieraan ja oman pääoman kustannuksesta, riskittömästä korosta, kohdeyhtiön tuoton korrelaatiosta markkinoiden tuottoon ja riskipremiosta.

Pk-yrityksillä pääoman kustannuksen määrittäminen on haastavaa ja on yksi syy sille, miksi DCF-mallin mukaiset arvonmääritykset voivat johtaa hyvin erilaisiin lopputuloksiin yrityksen arvosta.

Pk-yritysten arvonmäärityksessä 10 - 30 %:n laskentakorkokanta on yleinen, mutta myös tätä korkeampia arvoja käytetään erityisen riskillisten yritysten ja pienten yritysten kohdalla. Mitä matalammat ovat liiketoimintaan liittyvät riskit eli esimerkiksi pitkät asiakassopimukset, ja mitä korkeampi vakavaraisuus, niin sitä terveempi yhtiö on. Yksi yksinkertaistettu tapa pk-yrityksille pääoman kustannuksen määrittelyyn on liiketoimintariski ja vakavaraisuuteen perustuvat nyrkkisäännöt:

Pääoman kustannus eli WACC eli diskonttokorkokanta		Omavaraisuusaste		
		<40%	40%-60%	>60%
Liiketoimintariski	Alhainen	20 %	15 %	10 %
	Keskimaarainen	25 %	20 %	15 %
	Korkea	30 %	25 %	20 %

## 5. Verottajan arvostusperiaate

Verohallinto on antanut ohjeistuksen yritysvarallisuuden arvosta perintö- ja lahjaverotuksessa. Perintö- ja lahjaverolain mukaan omaisuus arvostetaan siihen käypään arvoon, mikä omaisuudella oli verovelvollisuuden alkaessa. Käyvällä arvolla tarkoitetaan omaisuuden todennäköistä luovutushintaa. Koska käyvällä arvolla tarkoitetaan todennäköistä luovutushintaa, verottaja käyttää ensisijaisesti markkinaperusteista arvonmääritysmenetelmää. Mikäli vertailukelpoisia toteutuneita kauppahintoja ei ole saatavilla, laskentamenetelminä käytetään verottajan laskentaperiaatteen mukaisia tuotto- ja kustannusarvomenetelmiä.

Tuottoarvo saadaan laskemalla kolmen edellisen tilikauden nettotuloksen keskiarvo, jota pääomitetaan 15 %:n laskentakorkokannalla. Esimerkiksi nettotulosten keskiarvon ollessa 150 teur, saadaan tuottoarvoksi 1000 teur ( $150 \text{ teur} / 0,15 = 1000 \text{ teur}$ ).

Tämän jälkeen lasketaan kustannusperusteinen yrityksen arvo eli substanssiarvo eli varat miinus velat käyvillä arvoilla. Mikäli varat miinus velat taseesta katsottuna olisi 400 teur, mutta omaisuuserien todellinen markkinahinta olisi 100 teur tasearvoja korkeampi, tulee käväksi substanssiarvoksi 500 teur.

Koska tuottoarvo on substanssiarvoa korkeampi, verottajan arvostusperiaatteen mukainen yrityksen arvo on tuottoarvon ja substanssiarvon keskiarvo. Tuottoarvon ollessa 1000 teur ja kävyn substanssiarvon 500 teur, verottajan arvo on 750 teur =  $(1000 \text{ teur} + 500 \text{ teur})/2$ .

## 6. Mistä yrityksessä kannattaa maksaa

Usein ulospäin hyvin samanlaisten yritysten arvostuskertoimet vaihtelevat huomattavasti. Vastaus löytyy yleensä ei-laskettavista yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä. Asiakkaat, yrityksen oma toiminta ja alihankkijat saavat aikaan taloudellisia tuloksia, mutta näihin laadullisiin tekijöihin tulee kiinnittää erityistä huomiota.



Pitkät asiakassopimukset, hinnoitteluvoima, yksittäisen asiakkaan merkitys, isoimpien asiakkaiden menetyksestä aiheutuva riski liiketoimintaan ja brändiarvo asiakaskunnassa vaikuttavat asiakkaisiin liittyvään arvoon. Riippuvuus avainhenkilöistä ja omistajista, omat tuotteet ja patentit, henkilöstön



osaaminen, koulutus, ikä ja työtyytyväisyys, toiminnan organisointi ja koneiden, laitteiden ja toimitilojen ikä ja kunto vaikuttavat oleellisesti oman toiminnan arvoon. Toimittajien ja alihankkijoiden toimintavarmuus, hinta, laatu sekä riippuvuus yhdestä toimittajasta / alihankkijasta ovat myös esimerkkejä ei-mitattavissa olevista yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä. Laadukkaista yrityksistä maksetaan huomattavasti korkeampia kertoimia.

Myös yrityksen myyjä arvioi ostajaa ja myyjä voi olla valmiimpi myymään eri hinnalla eri ostajalle. Myyjän näkökulmasta ostajan suunnitelmat, historian säilyminen, työntekijöiden jatko ja asiakkaille tulevaisuudessa tarjottava palvelu voivat olla tekijöitä, jotka painavat vaakakupissa enemmän kuin maksimaalinen voitto. Myyjälle kyse on usein oman elämäntyön realisoimisesta.

Arvonmäärityksen tulos on harvoin sama millä yrityskauppa lopullisesti toteutetaan. Aina on olemassa myyjän näkökulma ja ostajan näkökulma. Lopullinen kauppahinta määräytyy ostajan ja myyjän välisissä neuvotteluissa. Arvonmääritys tuottaa kuitenkin perustellun ja puolueettoman näkemyksen yrityksen arvosta. Arvonmääritys toimii yrityksen myyjän ja ostajan työkaluna kauppaneuvotteluissa ja yrityksen toiminnan kehittämisessä. Arvonmääritys ja kauppahinta ovat keskeisempiä elementtejä jokaisessa omistusjärjestelyssä.

## 7. Yhteenveto

Yrityksen arvoa määritellään monista eri intresseistä. Arvonmääritys on perusteltu näkemys yrityksen arvosta, jota käytetään yrityskaupoissa ostajan ja myyjän hintaneuvotteluissa ja muissa omistusjärjestelytilanteissa. Puolueeton näkemys yrityksen arvosta on usein avain neuvotteluiden etenemiselle. Autamme mielellämme kaikissa yrityksen arvonmääritykseen liittyvissä asioissa ja muissa omistusjärjestelyihin liittyvissä tilanteissa!

## 8. Yhteystiedot

Jaakko Niskanen  
Osakas  
+358 50 426 5389  
jaakko.niskanen@3j.fi

Juuso Aulanko  
Osakas  
+358 50 581 3381  
juuso.aulanko@3j.fi

Jarkko Kela  
Osakas  
jarkko.kela@3j.fi

3J Consulting Oy  
info@3j.fi

Jyväskylän toimipiste  
Hannikaisenkatu 22 A  
40100 Jyväskylä

Pääkaupunkiseutu  
Innopoli 1, Tekniikantie 12  
02350 Espoo



**Onnistuneet arvonmääritykset ja  
yrityskaupat toteutetaan yhdessä!**