

Arvonmääritys Cityvarasto Oyj

Kari Juola



Tekijä Kari Juola	
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma	
Opinnäytetyön nimi Arvonmääritys Cityvarasto Oyj	Sivu- ja liitesivumäärä 37+1
<p>Opinnäytetyö käsittelee listautumista harkitsevan pienvarastoyrityksen Cityvarasto Oyj:n arvonmääritystä. Tavoitteena on antaa arvio yrityksen oman pääoman arvosta tuottoarvo-, markkina-arvo ja kustannusarvometodeilla sekä paikata yrityksestä löytyvän analyysin niukkuutta.</p> <p>Työn viitekehys esittelee arvonmäärityksen ja yritysanalyysin teoriaa ja perustelee metodien sopivuutta kohdeyrityksen arvonmääritykseen. Teoriaosuuden jälkeen työ hyödyntää yritysanalyysin keinoja kohdeyrityksen nykytilan selvittämiseen ja sen tulevaisuudenodotusten muodostamiseen.</p> <p>Yritysanalyysin perusteella muodostetun näkemyksen mukaan lasketaan yritykselle tuottoarvo hyödyntäen diskontattujen vapaiden kassavirtojen FCFF mallia. Tuottoarvon lisäksi yrityksen markkina-arvo määritetään EV/EBITDA sekä P/B hinnoittelukertoimilla verraten sitä neljään eurooppalaiseen pienvarastoyritykseen. Näiden lisäksi yrityksen nettovarallisuutta tutkimalla etsitään sille kustannusarvo. Arvonmääritysten jälkeen analysoidaan yleisen korkotason vaikutuksia yrityksen kassavirtojen arvoon.</p> <p>Arvonmäärityksen ajankohta oli 7.5.2021 ja tulokset eri metodeilla vaihtelivat 36 miljoonan euron ja 66,4 miljoonan euron välillä. Tuottoarvometodilla saatu 66,4 miljoonan euron tulos on laskettu ilman pienille listaamattomille yrityksille usein annettua 20–30% alennusta, mikä jättää lukijalle varaa oman tulkintansa tekemiseen alennuksen tarpeellisuuden ja sen koon suhteen.</p>	
Asiasanat Arvonmääritys, Analyysi, Tuottoarvo, Markkina-arvo	

Sisällys

1	Johdanto	1
2	Yrityksen arvonmäärittäminen	3
2.1	Yritysanalyysi	4
2.1.1	Strateginen analyysi	4
2.1.2	Tilinpäätösanalyysi	4
2.1.3	Tulevan kehityksen ennakointi	7
2.2	Tuottoarvo	8
2.2.1	Diskontattujen osinkojen malli	8
2.2.2	Economic value added	9
2.2.3	Free cash flow to equity (FCFE)	9
2.2.4	Free cash flow to firm (FCFF)	10
2.3	Markkina-arvo	10
2.3.1	Hinnoittelukerroin	11
2.3.2	Verrokki	13
2.4	Kustannusarvo	13
2.5	Optiohinnoittelu	13
3	Riskin huomioiminen arvonmäärittämisessä	15
3.1	Oman pääoman tuottovaatimus	15
3.1.1	Riskitön korkokanta	15
3.1.2	Markkinaportfolion tuottovaatimus	16
3.1.3	Beta	16
3.2	Vieraan pääoman tuottovaatimus	19
3.3	Koko pääoman tuottovaatimus	20
4	Yritysanalyysi Cityvarasto Oyj	21
4.1	Pienvarastointi	21
4.1.1	Pienvarastomarkkinat maailmalla	21
4.1.2	Pienvarastomarkkinat Suomessa	22
4.2	Cityvaraston strategia	22
4.3	Tilinpäätösanalyysi	24
4.3.1	Kasvu	24
4.3.2	Kannattavuus	25
4.3.3	Vakavaraisuus ja Maksuvalmius	26
4.4	Cityvaraston liiketoiminnan tulevan kehityksen arvio	27
5	Cityvarasto Oyj arvonmäärittäminen	29
5.1	Cityvarasto Oyj tuottoarvo FCFF metodilla	29
5.1.1	Kassavirrat	29
5.1.2	Kassavirtojen diskonttaus nykyarvoon	30

5.1.3	Tulos tuottoarvometodilla	30
5.2	Cityvarasto Oyj markkina-arvoanalyysi	31
5.2.1	Verrokkirytykset.....	31
5.2.2	Hinnoittelukertoimet	32
5.2.3	Vertailu.....	33
5.3	Cityvarasto Oyj kustannusarvo.....	33
5.4	Herkkyysanalyysi	34
6	Johtopäätökset.....	35
7	Lähteet.....	38
8	Liitteet	43

1 Johdanto

Listaamattomat yritykset ovat monelle sijoittajalle kartoittamaton alue. Yrityksistä ei löydy samaa määrää tietoja kuin pörssilistatuista yhtiöistä, eivätkä analyysipalvelut juurikaan seuraa niitä. Tämän voi olettaa antavan yksityissijoittajalle paremman mahdollisuuden löytää markkinatehottomuuksia listaamattomien yritysten arvostuksista. Mahdollisuus ylituottoa tekevien sijoituskohteiden löytämiseen tekee listaamattomien yritysten tutkimisesta erityisen mielenkiintoista.

Cityvarasto Oyj on listautumiseen pyrkivä pienvarastoyritys (Kauppalehti 2017a), joka ansaitsee tarkempaa tarkastelua. Yrityksestä on saatavilla niukasti analyysiä, vaikka sen liiketoiminta on jo pitkään ollut kasvusuuntaista ja se toimii kiinnostavalla pienvarastoalalla. Kaupungistumisen ja tiiviimmän asumisen kaltaiset trendit tukevat pienvarastointia ja houkuttelevat sijoittajaa tutustumaan alan arvonluontimahdollisuuksiin.

Aiheeksi valikoitui tästä syystä Cityvarasto Oyj:n arvonmääritys. Työn tavoitteena on antaa arvio seuraavaan tutkimuskysymykseen:

- Mikä on Cityvarasto Oyj:n oman pääoman arvo valittujen arvonmääritysmetodien perusteella?

Valitsin aiheen halusta vastata kohdeyrityksestä löytyvän analyysin niukkuuteen. Tämän lisäksi projektissa kiehtoo arvonmäärityksen eri menetöt ja mahdollisuus käyttää tuloksia oman sijoituspäätöksen tekemiseen.

Ajankohtaisen aiheesta tekee erityisesti yrityksen listautumispyrkimykset. Listautumismarkkina on Helsingin pörssissä käynyt viime aikoina kuumana. Pelkästään kevään 2021 aikana listautuneiden yritysten joukosta löytyy mm. Kreate, Nightingale ja Sitowise, joiden listautumisannit ovat olleet tapahtumarikkaita niin hyvässä kuin pahassakin. Potentiaalisen listautujan tutkiminen tässä markkinatilanteessa tekee aiheesta entistäkin mielenkiintoisemman.

Arvonmääritysprosessi on professori Aswath Damodaranin (2017, 7) mukaan tarinoiden ja numeroiden avulla johdonmukaisen näkemyksen muodostamista. Johdonmukaisen näkemyksen muodostamiseen analyttikko tarvitsee viitekehyksen, johon näkemys perustetaan. Työssä viitekehyksen muodostaa arvonmäärityksen sekä yritysanalyysin teoria. Arvonmääritysteorian keskiössä on tuottoarvo, markkina-arvo ja kustannusarvo. Yritysanalyysin välineinä käytetään strategista analyysiä ja tilinpäätösanalyysiä.

Tutkimuskysymykseen haetaan vastausta tapaustutkimuksen keinoin, joilla viitekehyyksessä tutkittuja metodeja sovelletaan kohdeyritykseen ja tuotetaan arvonmäärittäjän näkemukseen perustuva analyysi.

Työn luvuissa kaksi ja kolme käsiteltävä kirjallisuuskatsaus muodostaa viitekehyyksen. Arvonmäärittämisen teoriasta käydään läpi kohdeyrityksen kannalta keskeisimmät yritysanalyysin, vapaan kassavirran, verrokkihinnoittelun ja kustannusarvon mallit. Teoria esitellään ja sen soveltuvuutta kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen perustellaan. Tämän jälkeen keskitytään riskiin. Riski esitellään talousteorian näkökulmasta ja sen mittaamisen metodien soveltuvuutta arvioidaan kohdeyrityksen kannalta. Cityvarastolle lasketaan teoriaa soveltaen beta kerroin, jota käytetään analyysissä yrityksen riskin indikaattorina.

Luvussa neljä kohdeyritys esitellään ja sen tarinaa arvioidaan soveltamalla yritysanalyysin teoriaa. Tilinpäätösanalyysillä selvitetään yhtiön nykyhetken tuloskunto ja analyysin kannalta tärkeimmät tilinpäätöspohjaiset tunnusluvut. Strategisella analyysillä pyritään selvittämään ulkoisten sekä sisäisten tekijöiden vaikutuksia yhtiöön. Yrityksen toimialaa tutkitaan niin paikallisesti kuin globaalistikin, jonka lisäksi tutustutaan yhtiökohtaiseen strategiaan. Tilinpäätös- ja strategia-analyysistä saatujen tietojen avulla muodostetaan näkemys yhtiön tulevasta kehityksestä, johon arvonmäärittäminen tulee perustumaan.

Luku viisi tekee yrityksen tarinasta numeroita. Cityvaraston arvo määritellään käyttäen diskontatun vapaan kassavirran FCFF mallia. Markkina-arvoa arvioidaan verrokkihinnoittelun kautta, jolloin yrityksen avaintunnuksia peilataan samalla alalla toimivaan eurooppalaiseen verrokkiryhmään. Ryhmän muodostaa: Self Storage Group ASA, Shurgard Self Storage Sa, Lok'Nstore Group PLC ja 24Storage AB. EV/EBITDA ja P/B hinnoittelukertoimilla selvitetty markkina-arvotulokset toimivat lisänäkömyksen antajana arvonmäärittämiselle ja antavat viitteen alalle hyväksyttävistä normeista.

Aiempien metodien lisäksi erityisesti kiinteistösiirtoyhtiöille sopivalla kustannusarvoanalyysillä etsitään yritykselle pohja-arvoa arvioimalla sen tämänhetkistä nettovarallisuutta. Näitä seuraava herkkyyksianalyysi tutkii yrityksen arvostusta muuttuvien korkojen olosuhteissa. Kasvavien riskittömien korkojen vaikutusta yrityksen rahoituksen hintaan arvioidaan ja samalla havainnollistetaan riskejä, joita kauas tulevaisuuteen sijoittuvat kassavirrat voivat pitää sisällään.

Lopuksi tutkimuskysymykseen eri metodeilla saatuja vastauksia vertaillaan ja pohditaan näiden takana olevia mahdollisia syitä. Tulosten luotettavuutta arvioidaan ja niistä tehdään lopulliset johtopäätökset.

2 Yrityksen arvonmääritys

Arvonmäärityksestä puhuttaessa on hyvä ensin selvittää mitä arvolla tarkoitetaan. Hinta ja arvo ovat käsitteitä, joita oman kokemukseni mukaan huomaa usein käytettävän synonyymeinä, mutta joilla talousteoriassa tarkoitetaan hieman eri asioita. Talousteorian näkökulmasta arvo on omaisuuserän omistajien siitä tulevaisuudessa saamien kassavirtojen nykyarvo. Tästä ovat yhtä mieltä mm. (Seppänen 2017, 21) sekä (Mauboussin & Callahan 2020, 1). Markkina-arvo on omaisuuserästä markkinoilla maksettava hinta, jonka tehokkailta markkinoilla tulisi olla Seppäsen (2017, 20) mukaan sama kuin siitä tulevaisuudessa saatavien taloudellisten hyötyjen arvo. Eugene Fama (1970) kuvailee tehokkaita markkinoita sellaisiksi, joilla markkinahinnat kuvastavat aina saatavilla olevaa informaatiota. Arvonmääritysprosessi voi Seppäsen (2017, 21) mukaan kuitenkin antaa tulokseksi jonkin muun kuin markkinahinnan. Yksi selitys tälle löytynee kansainvälisen arviointistandardineuvoston IVSC:n määritelmiä tutkimalla (Viitanen & Falkenbach 2013, 19). IVSC:n mukaan:

”Hinta on määrä, joka on pyydetty, tarjottu tai maksettu hyödykkeestä. Riippuen tietyn myyjän tai ostajan taloudellisista mahdollisuuksista, motivaatiosta tai erityisintresseistä maksettu hinta saattaa poiketa muiden arvostamasta hyödykkeen arvosta”

IVSC jatkaa:

”Arvo ei ole tosiasia vaan mielipide joko:
(a) todennäköisimmästä hyödykkeestä vaihdossa maksetusta hinnasta, tai
(b) hyödykkeen omistamisen hyödyistä.”

Arvonmääritys on siis prosessi, jolla arvonmäärittäjä ilmaisee oman mielipiteensä sijoituskohteen hinnasta tai sen omistamisesta koituvista hyödyistä. Aswath Damodaran, kuvailee arvonmääritystä teoksessaan *Narrative and Numbers* (2017, 5) tieteen ja taiteen sekoitukseksi, jonka tarkoituksena on yhdistää tarinankertojan näkemys yrityksen tulevaisuudesta, analyytikon kykyyn tulkata tämä johdonmukaiseksi numeeriseksi arvoksi. Luku 2.1 käsittelee asioita, joita tarinankertojan on hyvä selvittää ennen näkemyksensä muodostamista. Luvut 2.2–2.5 käsittelevät arvonmäärityksen työkaluja, joilla näkemyksestä muodostetaan numeerinen arvio.

2.1 Yritysanalyysi

Arvoa luovat yritykset, jotka kasvavat ja joiden pääoman tuotto on korkeampi kuin niiden pääoman kustannus (Koller, Goedhart & Wessels 2015, 3). Fundamentaalisiksi yrityksen arvoajureiksi Seppänen (2017, 23) listaa kolme keskeistä muuttujaa. Kannattavuuden, kasvun sekä riskin. Korkeampi kannattavuus lisää sen omistamisesta saatavia hyötyjä kassavirtojen muodossa. Kasvu lisää myös kassavirtoja, mikäli sen saavuttaminen ei heikennä liikaa kannattavuutta. Riski taas kuvastaa tulevaisuuden kassavirtojen epävarmuutta, joka kasvaessaan heikentää yrityksen arvoa. Yritysanalyysin avulla pyrimme selvittämään yrityksen kolmeen fundamentaaliseen arvoajuriin vaikuttavia tekijöitä.

2.1.1 Strateginen analyysi

Pitkällä aikavälillä yrityksen strategia ja sen onnistuminen vaikuttavat keskeisesti sen liiketoimintaan. Yrityksen oma toiminta, toimiala sekä talouden yleinen kehitys ovat strategisen analyysin tutkimuskohteita ja ne vaikuttavat kaikki yrityksen arvoon. Näitä tutkimalla voidaan saada selville yritykselle merkitseviä arvoajureita kuten kasvupotentiaali, kannattavuuteen vaikuttavat tekijät kuten kilpailuedut ja niiden pysyvyys sekä muun muassa liiketoimintaan liittyvät riskit. (Kallunki, Niemelä 2012, luku 3 s. 1)

Analyysin avulla on tärkeää ymmärtää kohdeyrityksen liiketoiminnan kehitykseen vaikuttavat keskeisimmät seikat. Mitä pidemmälle ennusteita tehdään, sitä vaikeampaa on arvioiden tarkkuuden ylläpitäminen. Tällöin strategian suurempien suuntaviivojen merkitys korostuu. (Kallunki, Niemelä 2012, luku 3 s. 1)

Strateginen analyysi jaetaan usein toimialatasolle ja yritystasolle. Toimialatasosta käytetään nimitystä ulkoinen analyysi ja se tutkii muun muassa kilpailijoiden, toimialan sekä yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen vaikutusta kohdeyrityksen toimintaa. Yritystasosta käytetään termiä sisäinen analyysi, joka keskittyy muun muassa tuotteisiin, hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön liittyviin tekijöihin.

(Kallunki, Niemelä 2012, luku 3 s. 2)

2.1.2 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysi kuvaa yrityksen toteutunutta kehitystä tutkimalla sen virallista tilinpäätöstä, liitetiedostoja ja muuta käytettävissä olevaa informaatiota. (Heikinmatti ym. 2017, 7). Analyysin tärkeimpinä lähteinä voidaan pitää tuloslaskelmaa, tasetta ja kassavirtalaskelmaa (Damodaran 2012, 36–38). Tiedoista saadaan vertailukelpoisia muiden yritysten

kanssa tunnuslukujen avulla. Tunnusluvut suhteuttavat tilinpäätöstiedot muotoon, jossa yritysten väliset kokoerot eivät häiritse vertailua (Kallunki 2014, 204)

Työn tutkimuskysymyksen kannalta erityisen mielenkiintoisia ovat kohdeyrityksen kannattavuutta, kasvua, ja maksuvalmiutta sekä vakavaraisuutta kuvaavat tunnusluvut. Näiden avulla saamme indikaation yrityksen kasvun, kannattavuuden ja riskin nykytasosta, jota voimme hyödyntää yrityksen tulevaisuuden kehityksen arvioinnissa.

Kannattavuutta kuvaavia tyypillisiä tunnuslukuja ovat (Knapferin ja Puttosen 2017, 235–236) mukaan ROIC, ROE ja voittoprosentti:

$$ROIC = \frac{\textit{Tilikauden voitto} + \textit{Korot}}{\textit{Oma pääoma} + \textit{Korollinen vieras pääoma}}$$

ROIC, eli Return on invested capital mittaa sekä omalle, että vieraalle pääomalle kertynyttä voittoa. Sen voidaan ajatella kuvastavan yrityksen kannattavuutta siihen sijoitetun kokonaispääoman tuottavuuden näkökulmasta.

$$ROE = \frac{\textit{Tilikauden voitto}}{\textit{Oma pääoma}}$$

ROE, eli Return on equity, muistuttaa ROIC laskelmaa, mutta ottaa huomioon vain oman pääoman omistajille kuuluvat voitot suhteuttaen ne omaan pääomaan.

$$\textit{Voittoprosentti} = \frac{\textit{Tilikauden voitto}}{\textit{Liikevaihto}}$$

Voittoprosentti suhteuttaa tarkastelujakson voiton saman ajanjakson liikevaihtoon. kyseistä tunnuslukua tutkiessa on hyvä huomata, että tilikauden voitto ei mittaa voittoa koko pääomalle. Se ei sisällä vieraalle pääomalle maksettuja korkoja, jolloin voittoprosentti kuvaa oman pääoman sijoittajien tuottoa suhteessa yrityksen koko liikevaihtoon.

Harvinaisempi mutta kohdeyrityksemme kannalta kiinnostava tunnusluku on käyttökateprosentti, jonka (Heikinmatti ym. 2017, 63–64) kuvailee näin:

$$\textit{Käyttökateprosentti} = \frac{\textit{EBITDA}}{\textit{Liikevaihto}}$$

Käyttökateprosentti ei ole varsinainen pääoman tuottoa kuvaava suhdeluku, vaan se kertoo ennemminkin yhtiön operatiivisesta laadusta, etenkin toimialoilla, joilla poistot (Depreciation & Amortization) vaikuttavat paljon nettotulokseen. Työn Kohdeyhtiö toimii pääomaintensiivisellä pienvarastoalalla, mikä tekee käyttökateprosentista tärkeän työkalun yhtiön kannattavuuden arvioinnissa ja vertailussa.

Yrityksen kasvua voi mitata muutamalla eri tavalla. Koller Goedhart ja Wessels (2015, 115–131) analysoivat kasvua liikevaihdon muutoksen kautta. Kallunki (2014, 113) nostaa liikevaihdon kasvun rinnalle myös taseen loppusumman, osakekohtaisen tuloksen sekä eri tuloserien kasvun. Liikevaihdon kasvua voidaan tutkia aikaperiodien välillä esimerkiksi oheisen Heikinmattin ym. (2017, 78) esittelemän kaavan avulla:

$$\text{Liikevaihdon muutosprosentti periodilla } t = \frac{\text{Liikevaihto}_t - \text{Liikevaihto}_{t-1}}{\text{Liikevaihto}_{t-1}}$$

Kohdeyhtiön vapaat kassavirrat ovat olleet viimevuosina negatiivisia, lisäksi se on hiljattain vaihtanut kirjanpitostandardiaan, mikä tekee liikevaihdon muutosprosentista työn kannalta tärkeimmän kasvun mittarin.

Yrityksen rahoitusriskin arvioimiselle tukea antavat sen maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta kuvaavat tunnusluvut (Damodaran 2012, 64). Yrityksen vakavaraisuutta mitataan usein omavaraisuusasteella (Heikinmatti ym. 2017, 69). Maksuvalmiuden arviointiin yleisimmät indikaattorit ovat quick- ja current ratio (Damodaran 2012, 65)

Omavaraisuusaste antaa tietoa yrityksen kyvystä sietää tappiota ja selviytyä pitkän aikavälin sitoumuksista. Se lasketaan oheisella kaavalla (Heikinmatti ym. 2017, 69):

$$\text{Omavaraisuusaste } \% = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma} - \text{saadut ennakot}}$$

Quick ratio mittaa yrityksen kykyä selviytyä lyhytaikaisista veloista pelkästään rahoitusomaisuuden avulla ja se lasketaan kuten ohessa (Heikinmatti ym. 2017, 69):

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Current ratio tarkastelee samoja asioita kuin Quick ratio, mutta pidemmällä perspektiivillä. Current ratio lasketaan oheisella kaavalla (Damodaran 2012, 65):

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Vaihto} - \text{omaisuus} + \text{rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Lyhyen aikavälin rahoitusriskiä kuvaavat Quick ratio ja Current ratio voivat kertoa maksukyvyyn ongelmista. Alle 0,5 Quick ratio tai alle 1 Current ratio ovat Heikinmatin (2017, 75) mukaan heikkoja. Toisaalta liian korkeat Quick tai Current ratiot voivat Damodaranin (2012, 65) mukaan kertoa pääoman sitoutumisesta käyttöomaisuuteen, mitä voidaan osaltaan pitää merkinä epätehokkaasta toiminnasta. Opinnäytetyössä Quick ratioon ja Current ratioon kiinnitetään erityistä huomiota vain, mikäli ne saavuttavat huolestuttavalta näyttäviä ääriarvoja.

Debt to Equity ration kaava on seuraava (Damodaran 2012, 69)

$$\text{Debt to Equity ratio} = \frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}$$

Velan tunnusluvut kuten yllä mainittu velan suhde omaan pääomaan kuvaa Damodaranin mukaan yrityksen kykyä selvitä velan pääomaosasta. Mitä suurempi tunnusluku on, sitä velkaantuneempi yritys. Suuri velan suhde omaan pääomaan lisää rahoitusriskiä. D/E ratio on työn kannalta keskeinen rahoitusriskin tasoa mittaava muuttuja, jota hyödynnetään kohdeyhtiön kassavirtojen riskisyyden arviossa luvussa 3.1.3 ja joka esitellään kohdeyrityksen kannalta tarkemmin luvussa 4.3.3.

Tunnuslukujen vertaileminen ei ole ongelmattonta, vaikka suhdeluvut poistavatkin yhtiöiden kokoon liittyviä eroavaisuuksia. Knupfer ja Puttonen (2017, 234) mainitsevat muun muassa kiinteään omaisuuteen tehtävien investointien erot metalliteollisuuden ja muiden toimialojen välillä. Myös yritysten kulurakenteissa voi olla huomattavia eroja. Nämä kaikki voivat heijastua tunnuslukuihin mikä tekee tunnuslukujen vertailemisesta ongelmallista. Mielekkäämmäksi ratkaisuksi Knupfer ja Puttonen ehdottavat toimialojen sisällä tehtäviä tunnuslukuanalyyssejä. Työssä noudatetaan kyseistä periaatetta ja kohdeyhtiön tilinpäätöslukuja verrataan toimialakohtaisiin keskiarvoihin.

2.1.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Strategisen analyysin ja tilinpäätösanalyysin tietoja hyödynnetään yrityksen tulevan kehityksen arvioinnissa. Arviointi vaatii osaamista ja yrityksen sekä sen liiketoimintaympäristön vahvaa tuntemista. Ylimalkaiset ennusteet eivät myöskään sellaisenaan riitä. Ennusteet täytyy pukea numeerisiksi arvioiksi, joita voi hyödyntää arvonmääritysmenetelmissä.

Arvioita tehdessä on tärkeää tunnistaa yrityksen tulevaisuuteen vaikuttavat keskeiset arvoajurit (Kallunki, Niemelä 2012, 56–57)

Ennusteille täytyy myös määrittää aikajänne. Useimmiten ennusteita tehdään tarkasti ennalta määrätyle vuosikohtaisista ennusteista muodostuvalle ajanjaksolle. Tämän jälkeen tehdään ennuste yrityksen vakaasti jatkuvalla toiminnalla. Tällöin tarkan arvion aikajänneen tulisi olla tarpeeksi pitkä, jotta se saavuttaa yllä mainitun vakaan tilan. Tarkan arvion pituudeksi suositellaan 10–15 vuoden ajanjaksoa. (Koller ym, 2015, 221)

Opinnäytetyössä tullaan käyttämään kolmivaiheista mallia tulevan kehityksen ennakointiin. 15 vuoden päähän ulottuvia ennusteita on vaikea tehdä ja 10 vuotta riittää näkemykseni mukaan kohdeyritykselle vakaan kasvun tilan saavuttamiselle. Kolmivaiheinen malli jakautuu näin ollen kahteen viiden vuoden tarkkaan arvioon sekä yrityksen vakaan kasvun tilan arvioon.

Kollerin ym. (2015, 222) mukaan vakaan kasvun tilassa yritys kasvaa tasaisesti investoimalla vakio-osuuden sen voitoista. Yritys tekee myös vakaata tuottoa niin sen olemassa olevalle- kuin uudellekin pääomalle. Vakaan tilan, eli niin sanotun terminaaliarvon laskemiseen hyödynnetään työssä Gordonin mallia, josta tarkemmin luvussa 2.2.1

2.2 Tuottoarvo

Tuottoarvometodeilla arvonmääritys perustuu yrityksen tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen diskontattuun arvoon. Näistä käytetään usein lyhennettä DCF (Discounted cash Flows). Vaihtoehtoisesti arvonmääritys perustuu diskontattujen taloudellisten lisäarvojen arvoon, jotka tunnetaan yleisesti lyhenteellä EVA (Economic value added) (Damodaran 2012, 17; Seppänen 2017, 183–184). Yleisimpiä yrityksen oman pääoman arvon määrittämiseksi soveltuvia tuottoarvometodeja käsitellään seuraavaksi.

2.2.1 Diskontattujen osinkojen malli

Diskontattujen osinkojen menetelmä mittaa yrityksen oman pääoman ja osakkeen arvoa laskemalla sen tulevaisuudessa tuottamien osinkojen nykyarvon. Tämä voidaan laskea esimerkiksi Gordonin mallilla, jonka Damodaran (2012, 452) kuvailee oheisella kaavalla:

$$\text{Osakekohtainen arvo} = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

Jossa:

DPS_1 = Dividends per share, eli odotetut osakekohtaiset osingot seuraavalla periodilla

k_e = Oman pääoman tuottovaatimus

g = osinkojen kasvukerroin

Mallin ongelmina voidaan pitää sen tiukkoja vaatimuksia kohdeyrityksen suhteen. Kohdeyrityksen täytyy muun muassa olla vakaan kasvun elinkaarivaiheessa, ja sillä täytyy olla selkeä osinkopolitiikka (Damodaran 2012, 452). Näistä syistä mallia hyödynnetään opin-
näytetyössä vain yhtiön vakaan tilan laskutoimituksissa sen terminaaliarvon selvittä-
miseksi.

2.2.2 Economic value added

EVA on arvonmääritysmalli, joka laskee investoinnin tuoman rahallisen lisäarvon. Se las-
ketaan Seppäsen (2017, 198) mukaan kaavalla:

$$EVA = NOPAT - (Sijoitetun pääoman tuotto - Pääoman tuottovaatimus)$$

Jossa:

NOPAT = Net Operating Profits After Tax, eli liikevoitto verojen jälkeen.

Johdonmukaisesti käytettynä EVA antaa saman tuloksen kuin vapaan kassavirran mallit
(Seppänen 2017, 198). Tästä syystä se esiteltiin vaihtoehtoisena arvonmääritysmetodina,
mutta sitä ei käytetä työssä kohdeyrityksen arvon selvittämiseen.

2.2.3 Free cash flow to equity (FCFE)

Free cash Flow to equity, eli FCFE malli laskee yhteen tarkasteluperiodilla omalle pää-
omalle jaettavissa olevat vapaat kassavirrat ja diskonttaa ne niiden nykyarvoon. Kaava-
muodossa se voidaan ilmaista kuten (Damodaran 2012, 18):

$$Oman\ pääoman\ arvo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Vapaat\ kassavirrat\ omalle\ pääomalle_t}{(1 + k_e)^t}$$

Jossa:

t = tarkasteltava periodi

k_e = oman pääoman tuottovaatimus

FCFE malli sisältää tutkimusongelman kannalta tärkeän oman pääoman tuottovaatimuk-
sen, jota käsitellään tarkemmin luvussa 3.1.

2.2.4 Free cash flow to firm (FCFF)

Free cash flow to firm eli FCFF muistuttaa paljon FCFE mallia, mutta se mallintaa niin vieraan, kuin oman pääoman sijoittajille kuuluvat kassavirrat. Damodaran (2012, 19) ilmaisee mallin kaavamuodossa:

$$\text{Yrityksen koko pääoman arvo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Vapaat kassavirrat koko pääomalle}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Jossa:

t = tarkasteltava periodi

WACC = Weighted average cost of capital, eli oman ja vieraan pääoman painotettu tuotto-vaatimus.

Mallin tarvitsemat vapaat kassavirrat koko pääomalle lasketaan Damodaranin (2012, 534) mukaan oheisella kaavalla:

$$\text{Vapaat kassavirrat koko pääomalle} = EBIT(1 - \text{verokanta}) \pm \text{Käyttöpääoman muutos} \pm \text{Käyttöomaisuuden muutos}$$

Koko pääoman tuottovaatimus WACC on keskeinen tekijä tutkimusongelman kannalta. Sitä käsitellään tarkemmin luvussa 3.

FCFF on joustava arvonmäärittämissä malli ja se soveltuu monenlaisten yritysten arvonmäärittämiseen. Analyysin tekeminen opinnäytetyötä varten on pitkä prosessi, jonka aikana uutta arvonmäärittämiseen vaikuttavaa tietoa voi paljastua yrityksestä paljonkin. FCFF mallin joustavuus antaa arvonmäärittäjälle hyvin mahdollisuuksia mallin tarkentamiseen uuden tiedon myötä. Tästä syystä FCFF malli valikoituu kohdeyrityksen arvonmäärittämisen ensisijaiseksi metodiksi. Mallia käyttäessä täytyy kuitenkin huomioida, että sen avulla saatu tulos ilmaisee yrityksen koko pääoman arvon. Tällöin oman pääoman arvon selvittämiseksi saadusta tuloksesta täytyy korjata pois vieraan pääoman osuus. Teoriassa FCFE ja FCFF malli tuottavat johdonmukaisilla oletuksilla omalle pääomalle kuitenkin saman arvon.

2.3 Markkina-arvo

Koller (2015, 357) kuvailee markkina-arvomenetelmän peruseriaatetta, yhden hinnan laki, yksinkertaisesti: samankaltaisten omaisuuserien hinnan tulisi olla samankaltainen. Tätä ajatusta soveltamalla voidaan listaamattomallekin yritykselle löytää markkinahinta, mikäli sille ensin löydetään samankaltaisia vertailtavia yrityksiä, joiden markkinahinta on tiedossa. Täysin samankaltaisia, ja samankokoisia yrityksiä on kuitenkin vaikea löytää.

Tästä syystä markkina-arvo menetelmässä kohdeyhtiölle lasketaan hinnoittelukerroin tai hinnoittelukertoimia, joita verrataan useampien vertailtavien yritysten vastaaviin. Markkina-arvo metodi on suosittu analyytikoiden keskuudessa (Fernández 2002, 3) ja se ottaa epäsuorasti kantaa arvonmäärityksessä keskeisiin muuttujiin: Kassavirtoihin, riskiin ja kasvuun (Kumar 2019, 82)

2.3.1 Hinnoittelukerroin

Markkina-arvometodilla yrityksen arvon indikaatio muodostuu hinnoittelukertoimen ja kohdeyrityksen arvoajurin tulosta. Hinnoittelukerroin lasketaan Seppäsen (2017, 130) mukaan kaavalla:

$$\text{Hinnoittelukerroin} = \frac{\text{Verrokin markkinahinta}}{\text{Verrokin arvoajuri}}$$

Kaavassa verrokin markkinahinta kuvaa markkinoiden yritykselle antamaa arvostusta, joka perustuu toteutuneisiin transaktioihin tai muihin hintanoteerauksiin. Malli siis hyödyntää aiemmin mainittua tehokkaiden markkinoiden oletusta markkinahinnan luotettavuudesta, tarkkuudesta ja objektiivisuudesta. Arvoajuri kuvaa kaavassa yrityksen taloudellista suorituskykyä (Seppänen 2017, 129–130, 153). Yleisimmin käytettyjä arvoajureita koko yrityksen pääoman kannalta ovat Seppäsen (2017, 157) mukaan mm. EBITDA, EBIT, NOPAT, sekä vapaa kassavirta yritykselle. Oman pääoman kannalta yleisimmin käytettyjä arvoajureita ovat mm. Nettotulos, vapaa kassavirta omistajille sekä osingot. Markkinahinnasta ja arvoajurista hinnoittelukerointa muodostaessa on Damodaranin (2012, 642–643) mukaan erityisen tärkeää pitää kiinni johdonmukaisuudesta. Mikäli arvoajuri on oman pääoman ehtoinen, on markkinahinnan kuvastettava myös oman pääoman hintaa (Price). Jos arvoajuri on koko pääoman ehtoinen, täytyy markkinahintaa tutkia yritysarvon kautta (Enterprise value).

Hinnoittelukertoimista analyytikkojen keskuudessa eniten käytettyjä ovat Fernándezin (2002, 3) mukaan P/E, EV/EBITDA ja P/B.

$$P/E = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen tulos}}$$

Yleismuodossa P/E kerroin esitetään kuten yllä, osakkeen markkinahinnan sekä osakekohtaisen tuloksen suhdelukuna. Tällöin se suhteuttaa yrityksen oman pääoman hintaa sen osakkeenomistajille kuuluvaan tulokseen. P/E lukua hyödynnetään etenkin silloin, kun

kohdeyrityksen ja verrokkien pääomarakenteet ovat samankaltaiset. Osakekohtaisen tuloksen tulee myös olla positiivinen, jotta hinnoittelukertoimesta muodostuu vertailukelpoisia tuloksia (Seppänen 2017, 165). Entwistle & Bastiaansen (2015, 48–53) kehottavat myös huomioimaan P/E luvun laskemisessa käytettyjen tietojen nyanssia. Tulostiedot voivat olla taaksepäin katsovia historiallisia tuloksia, tai eteenpäin katsovia arvioita tuloksesta. Eri tietoja käyttäen voi saada hyvin erilaisia tuloksia eikä yhtä yleisesti hyväksyttyä metodologia ole. Suositumpana hinnoittelukertoimena P/E esiteltiin työssä vaihtoehtoisena metodina markkina-arvon estimoimiseen. Kohdeyhtiön ja sen verrokkien pääomarakenteet poikkeavat kuitenkin huomattavasti toisistaan, minkä takia P/E kertoimen sijaan työssä käytetään seuraavaksi esiteltäviä EV/EBITDA sekä P/B kertoimia.

$$EV/EBITDA = \frac{Yritysarvo}{Käyttökate}$$

EV/EBITDA suhteuttaa yrityksen liiketoiminnan arvoa eli yritysarvoa koko yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Liiketoiminnan arvo eli EV lasketaan Seppäsen (2017, 156) mukaan:

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

EBITDA eli käyttökate ilmaisee kaavassa yrityksen tuloja ennen rahoituskuluja, veroja, poistoja sekä arvonalentumisia. Sen voidaan ajatella kuvastava yrityksen operatiivista suorituskykyä (Zelmanovich & Hansen 2017, 36–37). Kerroin soveltuu erityisesti pääomavaltaisilla toimialoilla toimivien yritysten arvonmäärittämiseen, joilla käyttöomaisuudesta tehdään huomattavia poistoja, tai joilla yrityskaupat ovat yleisiä (Seppänen 2017, 164–165). Koska kohdeyritys toimii alalla, joka täyttää kaikki yllä mainitut kriteerit, käytämme EV/EBITDA kerrointa yrityksen ensisijaisena markkina-arvoa määrittävänä kertoimena.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Oman pääoman arvo}}{\text{Oman pääoman tasearvo}}$$

Tasearvon ja oman pääoman arvon suhteuttava price to book ratio antaa tietoa yhtiön arvosta kirjanpidollisen näkemyksen ja markkinoiden näkemyksen mukaan. Kirjanpidollinen näkemys perustuu yleisiin kirjanpitosääntöihin liittyen omaisuuden hankintahintoihin, poistoihin ynnä muihin. Markkinahinta taas perustuu yhtiön omasta pääomasta markkinoilla maksettuun hintaan. Hinnoittelukertoimen toimivuus riippuu paljolti tutkittavien yritysten

toimialasta (Sharma & Prashar 2013, 29–32). Toimialat, joiden arvoajurit ovat vahvasti sidoksissa kiinteään pääomaan, ovat sopivia P/B luvun hyödyntämiseen (Suozzo, Cooper, Sutherland & Deng, 2001, 38). Työn kohdeyritys toimii vahvasti pääomavaltaisella pienvarastomarkkinalla, joten käytämme P/B lukua toisena markkina-arvon hinnoittelukertomena.

2.3.2 Verrokkit

Hinnoittelukertoimen lisäksi markkina-arvoanalyysin kriittinen osatekijä on yhtiöt, joihin kohdeyhtiötä verrataan. Yhden hinnan lain mukaan verrokkiyritysten tulisi olla yrityksen arvon muodostumiseen vaikuttavien tekijöiden osalta identtisiä kohdeyrityksen kanssa. Tämä on iso pyyntö, eikä yllä mainitulla tavalla identtisiä yrityksiä ole sellaisenaan olemassa. Tästä syystä verrokkien valinta on arvonmäärittäjän harkintaa ja osaamista vaativa prosessi. Identtisten verrokkien puutetta voi korvata kasvattamalla vertailtavien yritysten otosta ja vähentämällä näin satunnaisten erojen vaikutusta vertailtavien yritysten hinnoittelukertoimiin. Toisaalta otoksen kasvattaminen vaatii enenevässä määrin erilaisten eli vähemmän identtisten yritysten valitsemista otokseen (Seppänen 2017, 136–138).

2.4 Kustannusarvo

Kustannusarvoon perustuvat arvonmäärittämiset eivät ole yhtä usein käytettyjä kuin kassavirta- ja markkina-arvomenetelmät. Menetelmä perustuu oletukseen yrityksen arvon määräytymisestä sen varallisuuserien sekä velkojen nettomäärän, eli nettovarallisuuden mukaan. Kustannusarvon voi ajatella kuvastavan sitä hintaa, jolla yrityksen varat voitaisiin uudelleen hankkia tai jälleenrakentaa jos yrityksen toiminnan oletetaan jatkuvan. Toisaalta sen voidaan sanoa kuvaavan yrityksen varojen myyntihintaa, mikäli se lopettaisi toimintansa. Menetelmä ei ota suoranaisesti huomioon fundamenttitekijöiden eli kasvun, kannattavuuden ja riskin vaikutusta yrityksen arvoon (Seppänen 2017, 275). Tästä syystä kustannusarvometodia käytetään työssä yrityksen pohja-arvon estimointiin, mutta ei varsinaiseen näkemykseen sen kyvystä tuottaa kassavirtoja tulevaisuudessa. Kustannusarvo lasketaan kaavalla (Seppänen 2017, 276):

$$\text{Nettovarallisuuden arvo} = \text{Varojen arvo} - \text{Velkojen arvo}$$

2.5 Optiohinnoittelu

Optiohinnoittelu on vaihtoehtoinen arvonmäärittämisstapa, joka toimii työkaluna tilanteessa, jossa arvonmäärittämisobjektin kassavirrat ovat riippuvaisia jonkin toisen omaisuuserän arvosta tai jonkin tietyn epävarman tapahtuman toteutumisesta. (Damodaran 2012, 121).

Optiohinnoittelumalleja voi hyödyntää esimerkiksi spesifien lääke-, kaivos-, tai öljy-yhtiöiden arvonmääritykseen, joiden kassavirrat riippuvat suurelta osin patentin läpimenosta, tai mineraali tai öljyvarannoista (Damodaran 2012, 16). Kohdeyrityksemme ei toimi yllä mainituilla aloilla, eikä sen arvopapereihin kohdistuvia johdannaisia ole liikkeellä. Tästä syystä työssä ei hyödynnetä optiohinnoittelua arvonmääritystarkoituksessa eikä sen teoriaan syvennytä enempää. Samankaltaista epävarmoista tapahtumista riippuvaa ajatusmallia hyödynnetään silti kohdeyrityksen herkkyyksanalyysiä pohtiessa luvussa 5.4.

3 Riskin huomioiminen arvonmäärityksessä

Talousteorian mukaan riski on määritelty poikkeamina investoinnin toteutuviissa tuotoissa verrattuna sen odotettuihin tuottoihin. Se voidaan jakaa kahteen osaan, riippuen kenen näkökulmasta sitä tarkastellaan. Oman pääoman sijoittaja kohtaa riskiä, joka liittyy epävarmoihin kassavirtoihin siinä missä vieraan pääoman sijoittaja kohtaa lainanottajan konkurssiriskin. (Damodaran 2012, 112)

Arvonmäärityksessä riskejä kuvastaa oman- ja vieraan pääoman sijoittajien tuottovaatimukset. Näiden voidaan ajatella muodostavan yrityksen rahoituksen hinnan, ja samalla määrittävän yrityksen investointien tuottovaatimuksen. Yrityksen tekemien investointien odotettu tuotto täytyy olla korkeampi kuin rahoituksen hinta, muuten yritys tuhoaa pääomaa (Koller ym, 2015, 36). Numeeriseksi arvoksi määritelty riski on keskeinen osa kassavirtamallia hyödyntävää FCFF arvonmääritysmetodia ja sen muodostuminen käydään tässä luvussa läpi.

3.1 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen laskemiselle tunnetuin ja käytetyin malli on mm. William Sharpen vuonna 1964 julkaisemaan työhön perustuva Capital Asset Pricing Model eli CAPM. Se voidaan ilmaista matemaattisesti kuten Fama ja French (2003, 6) teoksessaan *The CAPM: Theory and Evidence*:

$$\text{Oman pääoman tuottovaatimus} = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

Jossa:

R_f = Riskitön tuotto

R_m = Markkinaportfolion odotettu tuotto

β = Omaisuuserän systemaattista riskiä kuvaava kerroin

3.1.1 Riskitön korkokanta

Muuttujista selkein selvitettävä on riskitön korkokanta. Sitä voidaan pitää eräänlaisena sijoituksen vaihtoehtoiskustannuksena. Sijoittajan näkökulmasta ei ole johdonmukaista ottaa riskiä, ellei tästä makseta odotusarvollisesti korkeampia tuottoja (Seppänen 2017, 224). Riskittömän korkokannan valinnassa on tärkeää muistaa johdonmukaisuus. Riskittömän korkokannan täytyy Damodaranin (2012, 211–212) mukaan täyttää kolme vaatimusta: Sijoituksella ei saa olla konkurssiriskiä tai uudelleensijoitusriskiä ja sen täytyy olla määritelty samassa valuutassa kuin kassavirrat, joiden arvoa määritetään. Seppänen

(2017, 224) ja (Damodaran 2012, 212) suosittelevat valtion joukkovelkakirjan koron käyttämistä riskittömänä korkona. Damodaran suosittelee huomioimaan euromääräisen riskittömän koron valinnassa kaikkien eurovaltioiden joukkovelkakirjalainat. Saksan kymmenvuotinen valtionvelkakirjalainalla on matalampi korko kuin suomen vastaavalla. Valuuttariski tai inflaatio ei selitä tätä eroa, joten saksan valtionvelkakirjaa voidaan pitää riskittömämpänä kuin suomen vastaavaa. Tästä syystä työssä käytetään riskittömän koron indikaattorina Saksan kymmenvuotista valtionvelkakirjalainaa, jonka tuotto on arvonmäärityshetkellä 7.5.2021 (Investing.com 2021) tietojen mukaan -0,2135%

3.1.2 Markkinaportfolion tuottovaatimus

Markkinaportfolion tuottovaatimuksen eli preemion arvioimisen vaihtoehtoina on Damodaranin (2012, 219–238) mukaan historialliset preemiot ja implikoidut preemiot. Historiallisia preemioita arvioidessa kohtaa kaksi ongelmaa. Lyhyellä aikavälillä, esimerkiksi viimeisen 10 vuoden perusteella mallinnettujen preemioiden voidaan ajatella kuvastavan nykymarkkinoita melko hyvin, mutta ne sisältävät vähäisten datapisteiden takia suuren mahdollisuuden tilastolliseen virheeseen. Pidempi aikaväli kasvattaa otosta ja pienentää tilastollista virhettä, mutta sen voidaan väittää kuvastavan markkinaportfolion nykytilaa heikommin. Historiallisen preemion käyttämisen vaihtoehto on markkinaportfolion implikoidun preemion käyttäminen. Historiatiedoista poiketen se on eteenpäin katsovia ennusteita hyödyntävä metodi. Lähtökohtana metodille on oletus siitä, että markkinat ovat kaiken kaikkiaan oikein hinnoiteltu, jolloin valitun markkinan arvo kuvastaa sen odotettuja tulonjakojajaetuna implikoidulla markkinatuottovaatimuksella, josta on vähennetty odotettujen tulonjakojen kasvuvauhti.

Talousteoria ei tarjoa yleisesti hyväksyttyä konsensusta markkinaportfolion tuottovaatimuksen muodostamiselle. Työssä hyödynnetään New Yorkin Yliopiston professori Aswath Damodaranin kokoamaa dataa implikoidusta riskipreemiosta (Damodaran 2021a). Arvonmäärityshetkellä riskipremio oli suomen markkinalle 5,09%

3.1.3 Beta

Sijoituskohteen betakerroin kertoo kuinka paljon se lisää riskiä markkinaportfolioon. Tarkemmin sanottuna sijoituskohteen riskisyydestä markkinaportfolioon verrattuna luodaan suhdeluku, joka kertoo kohteen riskistä, muhin sijoituksiin nähden vertailukelpoisesti. betan määrittämiseen on muutamia tapoja, joista yleisin on sijoituksen historiallisiin hintoihin perustuva määrittäminen. Toinen vaihtoehto on yrityksen tilinpäätöstietoihin perustuva betan määrittäminen, ja kolmas on yrityksen fundamenteista betan arvioiva metodi. (Damodaran 2012, 246)

Historiallinen beta lasketaan sijoituskohteen hinnanmuutosten ja vertailtavan markkinaindeksin hinnanmuutosten regressiona (Damodaran 2012, 247). Työn kohdeyhtiö on pörssi-listaamaton ja sillä käydään kauppaa julkisesti vain Privanet markkinalla, jossa osakkeen likviditeetti on erittäin matala. Tilastollisesti luotettavaa historiallista hintatietoa ei yrityksen osakkeesta näin ollen ole saatavilla, mikä poissulkee historiallisen betan käytön. Tilinpäätösbeta muodostetaan historiallisten hintatietojen sijaan historiallisia tilinpäätöstietoja hyödyntämällä (Damodaran 2012, 278). Tilinpäätösbetan muodostuksessa käytetyille yksityiskohdille ja painotuksille ei ole yleisesti hyväksyttyä konsensususta. St-Pierren ja Bahrin (2006) mukaan tilinpäätösbeta ei näytä kuvastavan pienten ja keskisuurten yritysten riskiä myöskään erityisen hyvin. Ongelmia tilinpäätösbetan käyttämisestä löytää myös Damodaran (2012, 278), jonka mukaan tilinpäätöstietoja usein siloitellaan mikä johtaa matalampiin betoihin. Toiseksi tilinpäätösbetoihin voi vaikuttaa muut kuin operatiiviset tekijät, kuten muutokset poistoissa. Näiden lisäksi tilinpäätöstietoja mitataan harvoin, parhaassa tapauksessa neljäsosavuosittain, mikä johtaa vähäiseen datapistemäärään ja näin ollen regression vähäiseen selittävään voimaan.

Yllä mainituista syistä parhaiten kohdeyrityksen betan määrittämiseen soveltuu fundamenttibeta. Fundamenttibeta selvitetään tutkimalla yrityksen operatiivista riskiä ja rahoitusriskiä. Operatiiviseen riskiin vaikuttaa vahvasti yrityksen toimiala. Esimerkiksi syklisiä toimialoja, kuten rakennus tai terästeollisuutta, voidaan pitää riskialttiimpina kuin defensiivisiä lääke- tai elintarviketeollisuuksia (Damodaran 2012, 263).

Operatiivisen riskin indikaattorina käytetään sen toimialalla, tai toimialoilla toimivien listattujen yritysten keskimääräisiä historiallisia betoja. betoista puhdistetaan erot yritysten pääomarakenteissa, jonka jälkeen keskimääräinen toimialabeta vivutetaan uudelleen huomioiden kohdeyrityksen pääomarakenteen tuoma rahoitusriski. Tästä muodostuva tulos on kohdeyrityksen fundamenttibeta. (Seppänen 2017, 237)

Kaavamuodossa Damodaran (2012, 265) esittää fundamenttibetan seuraavasti:

$$\beta_L = \beta_u \left(1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Jossa

β_L = Vivutettu beta

β_u = Vivuttamaton beta

T = Yritysverokanta

D/E = Debt to Equity ratio

Cityvaraston vivuttamattoman betan selvittämiseksi hyödynnämme Damodaranin (2021b) kokoamia globaaleja yrityskohtaisia tietoja listattujen yritysten historiallisista markkinabetoista. Damodaran on puhdistanut pääomarakenteen vaikutuksen yritysten viiden vuoden keskimääräisistä historiallisista betoista vuosilta 2016–2020 ja koonnut tulokset keskimääräisiksi vivuttamattomiksi toimialabetoiksi. Painottamalla nämä betatiedot vastaamaan toimialoja, joilla Cityvarasto toimii, saamme selville kohdeyrityksen vivuttamattoman betan.

Cityvarasto Oyj:n liiketoiminta sisältää kiinteistösijoitustoimintaa (REIT), kiinteistökehitystoimintaa (Real estate development) sekä autonvuokrausta (Trucking). Yritys omistaa vuokraamansa pienvarastokiinteistöt ja suurin osa sen liikevaihdosta muodostuu kyseistä varastoista saatavista vuokratuotoista. Oheinen liiketoiminta muistuttaa REIT mallista kiinteistösijoitustoimintaa, mutta REIT yrityksiin liittyviä verohyötyjä Cityvarasto ei kuitenkaan nauti. Yritys myös ostaa kiinteistöjä, jotka se muokkaa vuokrattaviksi pienvarastoiksi, mikä muistuttaa kiinteistökehitystoimintaa (Real estate development). Viidesosa yrityksen liikevaihdosta tulee pakettiautovuokrauksesta. Yllä mainituista syistä näkemykseni toimialapainotuksesta Cityvaraston kohdalla on 40% REIT, 40% Real estate development ja 20% trucking.

	Painotus	Vivuttamaton Beta	D/E Ratio
Trucking 2016-2020		0,65	
REIT 2016-2020		0,44	
Real estate development 2016-2020		0,64	
Cityvarasto Trucking	0,20	0,130	
Cityvarasto REIT	0,40	0,176	
Cityvarasto Real estate development	0,40	0,256	
Cityvarasto Yhteensä	1	0,562	98,59 %

Taulukko 1 Kohdeyrityksen vivuttamattoman betan laskenta hyödyntäen Cityvaraston toimialapainotusta sekä Damodaranin tietoja globaalien REIT, Real estate development ja Trucking markkinoiden keskimääräisistä betoista 2016–2020 ajanjaksolta.

Cityvaraston vivuttamaton beta on mainitulla painotuksella 0,562. Vivuttamalla tämän heijastamaan yrityksen pääomarakenteen tuomia riskejä D/E ratiota hyödyntäen, saadaan yrityksen fundamenttibetaksi 1,005

$$\beta_L = 0,562(1 + (1 - 0,2) * 0,9859)$$

$$\beta_L = 1,005$$

3.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimus muodostuu kolmesta muuttujasta. Riskittömän koron tasosta (R_f), yrityksen luottoriskipreemiosta (Default risk premium, DRP) sekä velan tuomista verohyödyistä ($1-T$). Seppänen (2017, 244) esittää kaavan muodossa:

$$\text{Vieraan pääoman tuottovaatimus} = (R_f + DRP) * (1 - T)$$

Riskittömänä korkona käytetään yleisesti valtion 10 vuotista velkakirjalainaa. Verohyödyksi muodostuu kerroin, jossa T = yrityksen veroprosentti, paikallisen Suomalaisen yrityksen tapauksessa 20% (Valtiovarainministeriö). Yrityksen luottoriskiä voi arvioida muutamalla eri tavalla. Damodaran (2012, 284–285) suosittelee käyttämään yhtiön pitkäaikaisten joukkovelkakirjalainojen tuotto prosenttia. Monissa tilanteissa varsinkin pienempien yhtiöiden kohdalla kyseistä dataa ei ole saatavilla, jolloin on mahdollista käyttää hyväksi yhtiön viimeaikaista lainanottohistoriaa ja estimoida luottoriskiä sen avulla. Kohdeyhtiö on listaamaton yritys, josta yllä mainittuja tietoja ei ole saatavilla. Tästä syystä työssä käytetään Damodaranin (2012, 285) sekä Seppäsen (2017, 245–247) suosittamia vaihtoehtoisia metodeja. Mikäli yritykselle on olemassa luottoluokittajan muodostama luottoluokitus, voidaan sitä verrata markkinoilla yleisesti vaihdettuihin saman luottoluokituksen omaavien yhtiöiden velkakirjojen tuottoeroihin eli credit spreadeihin. Mikäli luokitusta ei ole, voidaan yritykselle muodostaa synteettinen luottoluokitus hyödyntämällä sen EBITDA/Korkokulut suhdelukua. Luottoluokituksen avulla arvioitu riskittömään korkokantaan verrattu credit spread kuvaa edellämainitun kaavan (R_f+DRP) osaa. Näiden lisäksi voidaan yrityksen efektiivistä korkokantaa estimoida tilinpäätöstietojen perusteella.

Cityvarastosta Oyj:stä sekä sen omistamasta Pakuovelle.com Oy:stä on saatavilla Bisnoden tekemät luottoluokitukset. Molemmat saavat Bisnodelta A luokituksen (Bisnode Oy 2020, Bisnode Oy 2021). Bisnoden luokitus ei ole kuitenkaan suoraan verrannollinen esimerkiksi Standard & Poor's tai Moody's Investor Service luottoluokittajien ratingien kanssa, joten työssä lasketaan yritykselle vielä synteettinen luokitus.

EBITDA/Korkokulut suhdeluku vuoden 2020 estimoidulla tuloksella on yrityksille noin 8,5. Hyödyntämällä Damodaranin (2021c) dataa luottoluokituksista pienille ja riskialttiimmille yrityksille, saamme Cityvarasto Oyj:lle A1/A+ S&P/Moody's verrannollisen luokituksen. Euroopan yritysvelkakirjamarkkinalla oheinen luottoluokitus kääntyy 0,858% spreadiksi (MSCI 2021)

Seppäsen (2017, 246) mukaan on kuitenkin hyvä huomioida, ettei S&P tai Moody's luokittele yrityksiä, joille ei ole julkisesti noteerattuja velkakirjoja. Näiden suora vertaaminen pienempiin yrityksiin, joilla ei ole julkisesti noteerattuja velkakirjoja, voi olla tästä syystä ongelmallinen. Seppänen tekee lisähuomautuksen pienten yritysten todennäköisesti korkeammasta velan hinnasta ja siitä, miten synteettisellä luottoluokituksella saatuja spreadtuloja voidaan useimmiten pitää vain alarajana yrityksen korollisen velan kustannuksille (2017, 247).

Kohdeyrityksen tilinpäätöstiedoista laskettu efektiivinen korkokustannus (korollinen vieras pääoma/rahoituskulut) on vuosina 2017–2020 ollut 1,70 % ja 1,92 % välillä, keskimäärin 1,798 %.

Ottaen huomioon sekä synteettisen luokituksen avulla arvoidun spreadin, sekä efektiivisen korkokustannuksen, arvioin kohdeyrityksen luottoriskipreemion olevan 2,2% jolloin vieraan pääoman tuottovaatimukseksi muodostuu 1,58 %

3.3 Koko pääoman tuottovaatimus

FCFF metodia käytettäessä tuottovaatimus tulee laskea koko pääomalle. Weighted average cost of capital eli WACC kaavaa hyödyntäen voidaan selvittää oman ja vieraan pääoman painotettu keskiarvo, joka kertoo koko pääoman tuottovaatimuksen. (Koller ym. 2015, 270) esittää kaavan muodossa:

$$WACC = \frac{E}{V}k_e + \frac{D}{V}k_d(1 - T_m)$$

Jossa:

E = Oma pääoma

D = Vieras pääoma

V = Pääoma yhteensä

k_e = Oman pääoman tuottovaatimus

k_d = Vieraan pääoman tuottovaatimus

T_m = Verokanta

Kohdeyrityksen luvuilla sekä 7.5.2021 markkinatiedoilla laskettuna pääoman tuottovaatimukseksi saadaan Cityvarasto Oyj:lle: 3,72%

4 Yritysanalyysi Cityvarasto Oyj

Cityvarasto Oyj on vuonna 1999 perustettu suomalainen pienvarastoyritys. Yhtiö vuokraa varastoja 42 toimipisteessä Suomen suurimmissa kaupungeissa. Sen liiketoimintaan kuuluu myös pakkaustarvikkeiden ja varastovakuutusten myynti sekä toimitilojen että business center toimistohuoneiden vuokraus (Cityvarasto Oyj s.a. a). Cityvarasto Oyj omistaa kokonaisuudessaan myös Pakuovelle.com Oy pakettiautonvuokrausfirman.

4.1 Pienvarastointi

Pienvarastojen vuokraus on Cityvarasto Oyj:n ydinliiketoimintaa. Pienvarastoyhdistys RY:n (s.a) mukaan pienvarastojen vuokralaisina toimivat niin yksityis- kuin yritysasiakkaitkin vaihtelevin palvelutarpein. Vuokraukset voivat olla pitkä- tai lyhytaikaisia. Lyhytaikaiset vuokraukset voivat liittyä esimerkiksi muuttojen tai remonttien yhteyteen. Pitempiäaikaisesti tiloja vuokrataan esimerkiksi kodin säilytystilan kasvattamiseksi.

4.1.1 Pienvarastomarkkinat maailmalla

Pienvarastomarkkinat ovat olleet maailmalla jo pitkään kasvava toimiala. Pienvarastojen käyttöönotossa pisimmällä oleva markkina on USA, jossa alan liikevaihto on lähes tuplaantunut 7,8 miljardista 13,92 miljardiin vuosien 2012 ja 2019 välillä. Liikevaihdon kasvun odotetaan jatkuvan noin 5,5 % vuosivauhtia koronavuoden 2020 aiheuttaman hetkellisen laskun jälkeen (US Census Bureau 2020a).

Toimialan kehitystä tukevia trendejä on Cityvarasto Oyj:n toimitusjohtaja Ville Stenroosin mukaan muun muassa kaupungistuminen ja kaupungistumisen myötä pienenevä asuin-kiinteistöjen koko. Tämän lisäksi ihmisten omistaman tavaran määrä on kasvanut samalla kun tavaran hinta on laskenut (Stenroos joulukuu 2020 13–14 min.). Mahdollisena tulevaisuuden kasvuajurina voidaan myös pitää yritysasiakkaita. Pienvarastojen kysynnän arvelaan kasvavan etätöiden yleistyessä ja toimistotilan tarpeen vähentyessä, mutta tavaran tarvitessa edelleen säilytystilaa (Meyers 2020).

Eri puolilla maailmaa toimialan kehitys on eri vaiheissa. USA:n markkinoilla suurimmat toimijat ovat konsolidoituneet kypsän kasvun vaiheessa, kun taas monet Euroopan markkinat ovat vasta aloittamassa tai juuri aloittaneet kasvun. Euroopassa piensäilytysmarkkinat ovat vielä verrattain hajanaiset monien pienien toimijoiden kasvattaessa toimintaansa. Eri maiden markkinoita voi vertailla esimerkiksi säilytystila per asukas luvulla, joka on 9,44

USA:lle, 0,73 Isolle Britannialle, 0,51 Ruotsille ja 0,30 Suomelle. (Self Storage Association UK 2020, 71)

4.1.2 Pienvarastomarkkinat Suomessa

Cityvaraston osuus suomen pienvarastomarkkinasta on noin 27%. Ala on kasvanut 10–15% tahtia jo useita vuosia peräkkäin ja se saavutti vajaan 40 miljoonan euron liikevaihdon vuonna 2019. (Cityvarasto Oyj s.a. b; Kauppalehti 2018)

Maanlaajuisesti Cityvaraston suurin kilpailija on Pelican self storage. Kahden suurimman yrityksen jälkeen toimiala on suomessa pirstaloitunut. Paikallisia pieniä toimijoita on vuonna 2018 ollut yli 50. Pelican self storagen strategia keskittyy vahvasti pääkaupunkiseutuun, jossa sijaitsee neljä sen kuudesta toimipisteestä. Pelicanin maajohtaja Jussi Tolvanen on kuvaillut tilannetta kauppalehden haastattelussa 2017 osuvasti:

”Pääkaupunkiseudulle enemmän kolme toimipistettä lisää kuin ensimmäinen Tampereelle.”

Pelican on hyödyntänyt yritysostoja kasvustrategiassaan pääkaupunkiseudun pienvarastomarkkinoilla. Vuonna 2009 se osti Espoon Minivaraston ja 2013 Omavaraston. (Kauppalehti 2017b; Kauppalehti 2018)

Pääkaupunkiseudun ulkopuolella Cityvaraston kilpailijoina toimii paljon pieniä paikallisia toimijoita, joista useita on ostettu osiksi suurempia toimijoita. Viimeisen kahdeksan vuoden aikana Cityvarasto on ostanut viisi toimijaa kasvukeskuksista pääkaupunkiseudun ulkopuolelta. Toimitusjohtaja Stenroosin (joulukuu 2020 11–12 min.) mukaan yritysostoja tulee alalla tapahtumaan myös tulevaisuudessa.

4.2 Cityvaraston strategia

Cityvarasto Oyj:n keskeinen liikeidea on hankkia sopivia kiinteistöjä, ja muuntaa ne pienvarastoiksi. Pienvarastot vuokrataan tämän jälkeen asiakkaille, jolloin yrityksen tekemät kiinteistösijoitukset saadaan tuottamaan ennakoitavaa kassavirtaa. Pienvarastotoiminnan lisäksi yritys tarjoaa lyhytaikaista pakettiautovuokrausta, jota yrityksen mukaan usein hyödynnetään pienvarastotoiminnan ohessa, mutta myös sellaisenaan. Yritys on voimakkaaseen kasvuun tähtäävässä strategiavaiheessa, jossa se pyrkii kohdistamaan kiinteistö-hankintojaan kaavamuutosprosesseja läpikäyville paikoille (Cityvarasto Oyj 2019). Stenroos (joulukuu 2020 11–12 min.) perustelee kiinteistö-hankintojen kohdentamista tutkimuksilla, joiden mukaan suurin osa pienvarastojen käyttäjistä suosii varastoja, jotka sijaitsevat lähellä heidän asuinpaikkaansa. Stenroos (joulukuu 2020 12 min.) mainitsee myös yhtiön

pyrkimykset suuruuden ekonomiahyötyihin sekä automaation hyödyntämisen. Strategia näyttää tähtäävän alan kustannusjohtajuuden saavuttamiseen.

Näkemykseni mukaan alalle tulolle ei ole kiinteistöinvestointien suurta pääomavaatimusta lukuun ottamatta erityisen mittavia esteitä. Liiketoimintamalli on pienvarastoalalla helposti kopioitavissa, mikä etenkin Yhdysvalloissa on johtanut markkinoiden kilpailuasetelman kiristymiseen ja yhtiöiden per neliometri mitattavien vuokratuottojen laskuun (US Census Bureau 2020b). Suomessa toimialalla on Yhdysvalloista poiketen vielä enemmän kasvuvaraa, mutta Cityvaraston tulevaisuutta silmällä pitäen on hyvä huomioida mahdollinen tulevan kilpailun kiristyminen ja sen vaikutus liiketoiminnan kasvupotentiaaliin ja kannattavuuteen.

Cityvaraston kasvustrategia vaatii pääomaraskeita investointeja uusiin kiinteistöihin. Investointien vaatiman rahoituksen järjestäminen on näin ollen strategian onnistumiselle huomattavan tärkeää. Vieraan pääoman velkavivun kasvattaminen kasvattaisi yrityksen rahoitusriskiä ja voisi osaltaan vaikeuttaa uuden rahoituksen saamista, tai ainakin nostaa sen hintaa. Oman pääoman rahoituksen hankkimisen käänttöpuolena voi olla nykyisten omistajien pääoman laimeneminen. Tästä huolimatta oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimisesta Cityvarastolla on jo kokemusta. Vuonna 2015 yhtiö järjesti joukkorahoitusannin, jonka myötä se listautui privanetin kauppapaikalle. Tämän lisäksi vuonna 2020 korona kriisin epävarmimpina hetkinä se keräsi viisi miljoonaa euroa suunnatulla osakeannilla norjalaiselta sijoitusyhtiö Ferncliff TIH AS:ltä (Cityvarasto Oyj 2020). Yhtiön suunnittelema listautuminen Helsingin pörssiin voisi olla tapa laajentaa rahoitusmahdollisuuksia ja näin ollen vahvistaa kasvustrategian toteuttamisen edellytyksiä.

Yhtiön henkilöstömäärä on kasvanut 2018 vuoden 34 hengestä 2019 vuoden 49 henkeen (Cityvarasto Oyj 2019). Henkilöstön kasvun myötä myös henkilöstökulut ovat lisääntyneet. Liiketoimintamalli ei kuitenkaan ole erityisen työvoimaintensiivinen, sillä pienvarastot toimivat suurelta osin itsepalveluperiaatteella. Tämä saattaa tulevaisuudessa mahdollistaa skaalaetuja, mikäli uusia toimipisteitä saadaan otettua käyttöön ja ylläpidettyä maltillisella työpanoksella. Yhtiön operatiiviset kulut ovat vuosien 2016 ja 2020 välillä kasvaneet noin 10% keskimääräistä vuosivauhtia liikevaihdon kasvun ollessa samalla aikavälillä vielä korkeampaa, mikä antaa indikaation skaalaetujen tuomasta kannattavuuden parantumisesta.

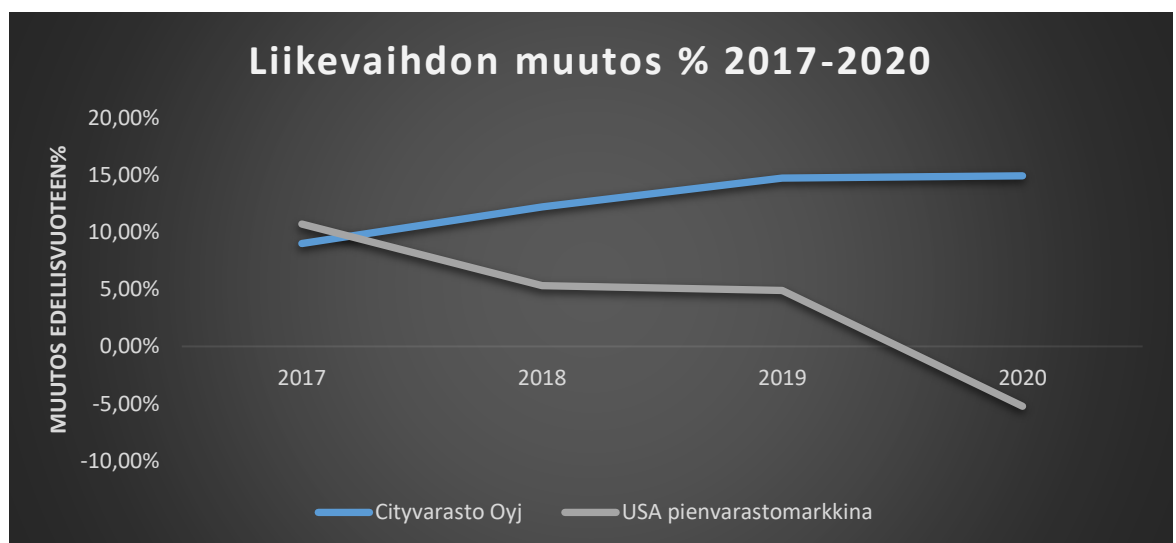
4.3 Tilinpäätösanalyysi

Cityvarasto on vuonna 2017 ostanut puolet Pakuovelle.com autonvuokrausyrityksestä. Vuonna 2020 se osti loputkin yrityksestä ja on tällä hetkellä Pakuovelle.com:n ainoa omistaja. Yrityskaupat vaikeuttavat konsernitilinpäätösten tulkitsemista tilinpäätösanalyysin tarkasteluvuosilta. Tämän takia työssä lähestytään tilinpäätösanalyysiä oikaistun datan kautta. Cityvarasto Oyj:n emoyhtiön tilinpäätökset sisältävät tiedot pienvarastoliiketoiminnasta ja Pakuovelle.com yhtiön tilinpäätökset sisältävät tiedot autonvuokrausliiketoiminnasta. Yhdistämällä nämä tiedot viimeisen viiden vuoden ajalta saamme vertailukelpoista historiadataa, joka kuvastaa tämänhetkistä yritystä näkemykseni mukaan konsernitilinpäätöksiä paremmin. Johdonmukaisuuden säilyttämiseksi yrityskaupan tuomat mahdolliset synergiaedut on työssä jätetty huomiotta niin tilinpäätöstietoja kootessa, kuin arvonmäärittäystä tehdessäkin.

Cityvarasto Oyj:n tilinpäätöksen tunnuslukuja ROE, Käyttökateprosentti ja D/E vertaillaan Aswath Damodaranin keräämään toimialadataan (Damodaran s.a.). Vertailudata sisältää kaikki R.E.I.T, Real estate development ja Trucking alojen julkisesti vaihdetut yritykset, joita on painotettu suhteessa 40% REIT, 40% Real estate development ja 20% Trucking. Painotukset vastaavat näkemykseni mukaan Cityvarasto Oyj:n liiketoimintasegmenttejä.

4.3.1 Kasvu

Cityvarasto Oyj on kasvuun panostava yritys ja investoi kassavirtojaan voimakkaasti. Viimevuosien vapaat kassavirrat ovat olleet investointien takia yritykselle negatiivisia. Yhtiön kasvua arvioitaessa onkin mielekästä keskittyä erityisesti liikevaihdon kasvun tutkimiseen.

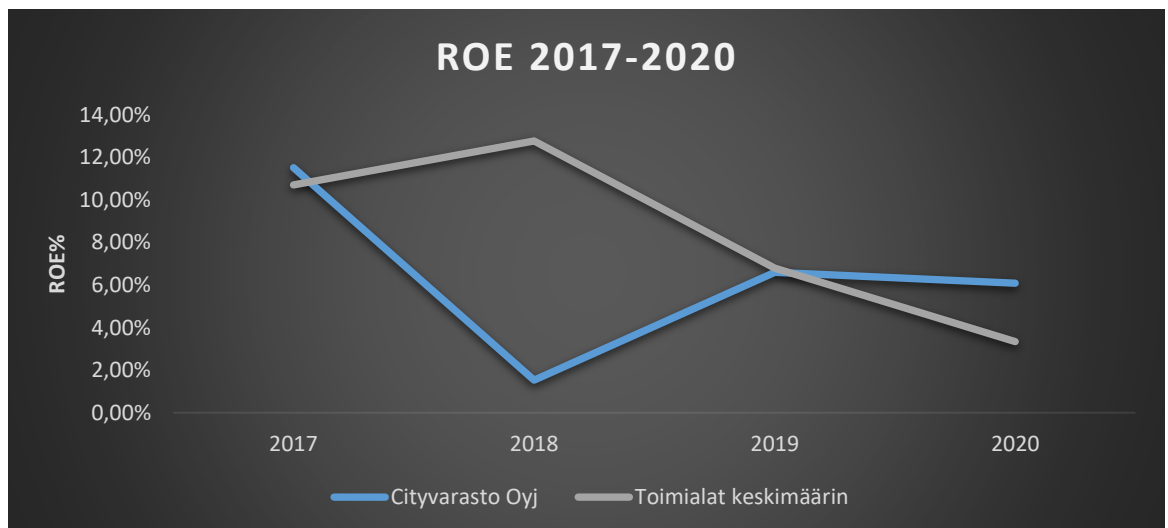


Kuvio 1. Liikevaihdon vuosittainen muutos-% vuosina 2017–2020 Cityvarasto vs USA:n koko pienvarastomarkkina US Census Bureau'n (2020a) dataan perustuen.

Cityvaraston liikevaihto on kuvion 1 mukaisesti kasvanut jo useamman vuoden 10–15% vuositahtia. Verrattuna USA:n koko pienvarastomarkkinaan (US Census Bureau 2020a), on Cityvaraston kasvuvauhti selkeästi jyrkempää, ja se näyttää selvinneen myös koronakriisistä selkeästi kuivemmin jaloin. Eroa selittää muun muassa kohdemarkkinoiden eri maturiteettivaihe. Suomessa pienvarastomarkkinat ovat selkeästi pienemmät ja sisältävät enemmän kasvupotentiaalia kuin USA:n markkinat. Vertailusta saa kuitenkin käsityksen miltä yrityksen kasvu näyttää verrattuna alan kypsempiin markkinoihin.

4.3.2 Kannattavuus

Kasvusta ei ole arvonluonnin kannalta iloa, mikäli se tulee kannattavuuden kustannuksella. Cityvaraston kannattavuudesta kertova oman pääoman tuotto prosentti eli ROE nähdään kuviossa 2. Se ei ole seurannut toimialan vuosittaisia lukuja, mutta viimeisen neljän vuoden keskiarvot ovat melko lähellä toisiaan. Yrityksellä 7,74% ja vertailuryhmällä 8,41%.



Kuvio 2. ROE vuosina 2017-2020 Cityvarasto vs. Painotetut toimialat keskimäärin (REIT 40%, Real estate development 40% ja Trucking 20%) Damodaranin (s.a.) listatuista yhtiöistä kokoamaan dataan perustuen.

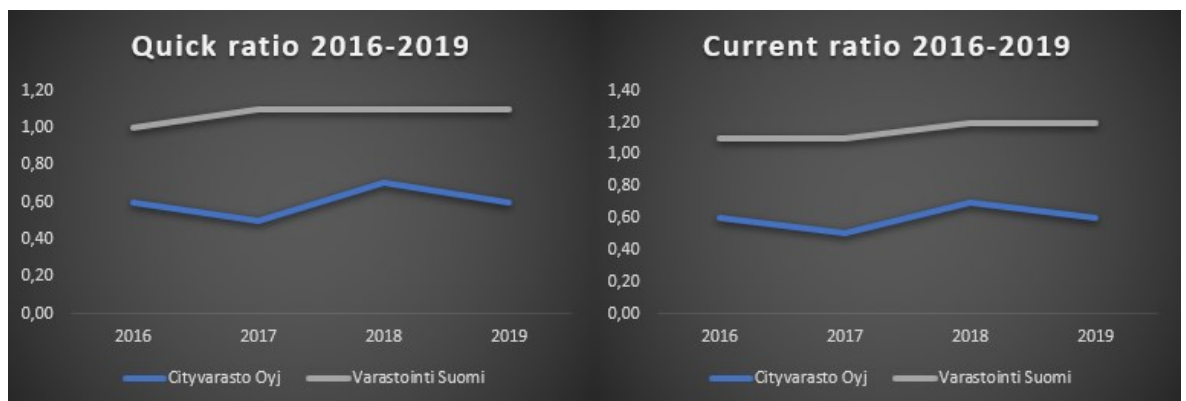
Cityvaraston tapauksessa erityisesti kiinnostava tieto on sen käyttökateprosentti. Yrityksen tekemät investoinnit kiinteään omaisuuteen ovat olleet suuria ja johtaneet myös korkeisiin poistolukuihin. Käyttökateprosentti antaa kuvan yhtiön liiketoiminnan laadusta ilman poistojen vaikutusta.



Kuvio 3. Käyttökate% 2016–2020 Cityvarasto vs Painotetut toimialat keskimäärin (REIT 40%, Real estate development 40% ja Trucking 20%) Damodaranin (s.a.) listatuista yhtiöistä kokoamaan dataan perustuen.

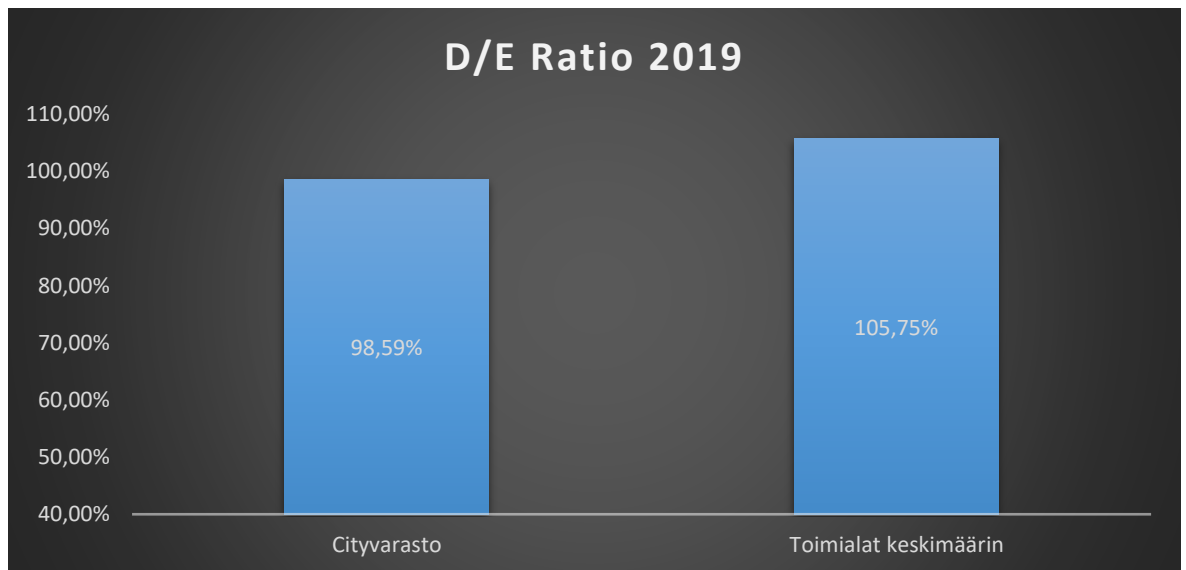
Kuten kuvio 3 käy ilmi, Cityvaraston käyttökateprosentti on 2016–2020 välillä ollut hieman toimialojen keskiarvoa korkeampi, mikä kertoo liiketoiminnan operatiivisen laadun olleen hyvällä tasolla.

4.3.3 Vakavaraisuus ja Maksuvalmius



Kuvio 4. Quick ratio & Current ratio 2016–2019 Cityvarasto Oyj vs. Suomen varastointitoimiala suomen asiakastiedon (2020) keräämään dataan perustuen.

Suomen asiakastiedon raportin (2020) tietoja mallintava kuvio 4 kertoo yrityksen lyhyen aikavälin rahoitusriskiä estimoivien quick ja current ration olevan pienempiä kuin suomen varastointitoimialan keskiarvo. Tätä voi pitää potentiaalisena riskinä. Matalaa Current ratiota selittää kuitenkin yhtiön liiketoiminnan tyyppi, joka sitoo vain vähän vaihto-omaisuutta aineiden ja tarvikkeiden muodossa.



Kuvio 5. D/E ratio 2019 Cityvarasto vs Painotetut toimialat keskimäärin (REIT 40%, Real estate development 40% ja Trucking 20%) Damodaranin (s.a.) listatuista yhtiöistä kokoamaan vuoden 2019 dataan perustuen.

Kuviosta 5 huomataan että vuonna 2019 Cityvarasto Oyj:n Debt to Equity ratio oli 98,59% Globaalien verrokkien vastaavan ollessa 105,75%. Yhtiön pääomarakenne näyttää tämän perusteella nojaavan velkaan hieman vähemmän kuin toimialat keskimäärin. D/E ratio on tärkeä indikaattori, jota hyödynnetään yrityksen rahoitusriskin estimointiin luvussa 3.1.3.

4.4 Cityvaraston liiketoiminnan tulevan kehityksen arvio

Työ tutkii seuraavaksi yrityksen tulevaisuudennäkymiä arvonluonnin kannalta tärkeiden kasvun, kannattavuuden ja riskien näkökulmasta. Näihin vaikuttavat tärkeimmät ajurit identifioidaan ja näkemys yhtiön tulevien vuosien tarinasta muodostetaan.

Cityvaraston kasvuluvut ovat olleet viime vuosina korkeita. Se on antanut näyttöjä pystyvän sä ylläpitämään 10-15% liikevaihdon kasvua myös koronavaiheen kaltaisissa epävakaisissa olosuhteissa. Toimiala on Suomessa vertailumaihin nähden vielä nuori ja sisältää todennäköistä kasvupotentiaalia. Riittävällä rahoituksella näen Cityvaraston jatkavan kasvuaan vielä useamman vuoden. Näkemykselle antaa selkänöjaa myös Baghain, Smitin ja Viguerien (2008, xii) havainnot, joiden mukaan yritysten välisten kasvulukujen eroista jopa 80% selittyy toimialan ja markkinasegmenttien valinnan perusteella.

Kannattavuus ei Cityvaraston toteutuneet tuloksen perusteella ole erityisesti kärsinyt korkeista kasvuluvuista huolimatta. Käyttökateprosentti on pysynyt vakaan tuntuisesti 30-

35% välillä vaikka uusia toimipisteitä on jatkuvalla syötöllä otettu käyttöön eikä niiden täytöaste ole saavuttanut vielä optimilukuja. Yhtiön omien arvioiden (Cityvarasto Oyj s.a. b) mukaan sen omistamilla toimipisteillä on mahdollista saavuttaa 50% käyttökate. Koko yritys ei pitkällä aikavälillä kuitenkaan pystyne yltämään 50% käyttökatteeseen sillä paketti-autonvuokraus, joka tällä hetkellä tuottaa noin viidenneksen yrityksen liikevaihdosta, ei yllä samaan kannattavuustasoon kuin pienvarastojen vuokraus.

Suurimpina riskeinä yrityksen omistajan kannalta näen kolme seikkaa. Ensimmäiseksi, yritykseltä näyttäisi puuttuvan erityinen vallihauta toimintansa eriyttämiseksi kilpailijoista. Toimialan kypsyessä näen kilpailun kiristymisen potentiaalisena uhkana yrityksen kasvulle ja kannattavuudelle. Suurin vallihauta on toimialan pääomavaativuus, joka toisaalta muodostaa myös seuraavan riskin. Kasvustrategia vaatii pääomapanoksia ja rahoitusta joko oman tai vieraan pääoman ehdoin. Muutokset pääoman saatavuudessa esimerkiksi vieraan pääoman korkojen noustessa voivat johtaa ongelmiin kasvustrategian onnistumisessa. Kolmantena potentiaalisena ongelmana näen liiketoiminnan rönsyilyn. Yritys teki suuren investoinnin autonvuokrausliiketoimintaan joka omistajan kannalta näyttää heikommin tuottavalta liiketoiminnalta kuin yrityksen ydinliiketoiminta pienvarastojen vuokrauksessa. Yrityksellä on myös aputoiminimi muun muassa virossa. Mikäli yritys laajenee kotimaan markkinoiden ulkopuolelle, tuo se mahdollisuuksien mukana myös uusia riskejä. Liiketoiminnan liiallinen rönsyily voi uhata yrityksen kannattavuutta ja pääomaintensiivisessä liiketoiminnassa pääoman vääränlainen allokointi voi johtaa odotettua heikompiin tuloksiin.

Luvussa 4 läpikäydyn materiaalin perusteella työn näkemykseksi yrityksen tulevaisuuden kehityksestä muodostuu kolmivaiheinen elinkaarimalli, jota hyödynnetään tulevassa arvonmäärittämisessä.

1. Lähitulevaisuuden kasvuperiodi 2021–2025, jonka aikana yritys investoi vahvasti liiketoiminnan kasvattamiseen kasvavalla toimialalla. Suomen pienvarastomarkkinat ovat vielä nuoret ja aktiivisen toimijan on mahdollista kasvattaa markkinaosuutta uhraamatta tähän merkittävästi kannattavuutta.
2. Keskipitkän aikavälin voitonjakovaihe 2026–2030, jossa yritys vähentää investointeja ja vapauttaa kassavirtaa tuottoina omistajille. Kypsemillä markkinoilla liiallinen kasvaminen voi heikentää kannattavuutta, tästä syystä yhtiö keskittyy olemassa olevan liiketoiminnan tehostamiseen.
3. Pitkän aikavälin stabiili vaihe 2030-, jossa yrityksen kannattavuus pienenee markkinoilla lisääntyvän tarjonnan ja kasvavan kilpailun myötä stabiilille ylläpidettävissä olevalle tasolle.

5 Cityvarasto Oyj arvonmääritys

Seuraavaksi työssä määritetään kohdeyhtiön tuottoarvo, markkina-arvo sekä kustannusarvo viitekehyksessä esiteltyä teoriaa ja yritysanalyysillä selvitettyä tulevan kehityksen arviota hyödyntäen.

5.1 Cityvarasto Oyj tuottoarvo FCFF metodilla

Cityvarasto Oyj:n tuottoarvo selvitetään laskemalla yhteen sen eri elinkaarivaiheissa tuottamien kassavirtojen nykyarvot. Kassavirtoja tutkitaan kolmivaiheisen mallin avulla, joista tarkka-arvio käsittää vuodet 2021–2025 sekä 2026–2030 ja vakaan kasvun malli 2030 jälkeiset vuodet teoreettiseen ikuisuuteen asti. Tarkka-arvio on talousteorian termi, jota luukiessa on hyvä huomioida, että kymmenen vuoden päähän tehtävä arvion on vaikea olla kansankielisesti ”tarkka”. Kassavirta-arvioista ja diskonttokorosta muodostuva tarkka FCFF laskelmataulukko löytyy Liitteestä 1.

5.1.1 Kassavirrat

Kasvuvaiheessa 2021–2025 yrityksen liikevaihto kasvaa keskimäärin noin 11% vuosittain. Operatiiviset kulut kasvavat vuositasolla 10% vauhtia ja käyttökateprosentilla mitattu kannattavuus kasvaa keskimäärin noin 36,5% tasolle. Yritys panostaa käyttöomaisuusinvestointeihin 24% liikevaihdosta kasvattaakseen vuokrattavaa varastokantaa. Käyttöpääoma sitoo yhtiön varoja 7% liikevaihdosta.

Voitonjakovaiheessa 2026–2030 yrityksen liikevaihdon kasvu hidastuu keskimäärin n. 3% tasolle vähenevien investointien johdosta. Operatiivisten kulujen kasvu pienenee 3% vuositasolle materiaali-, ja henkilöstötarpeiden tasoittuessa. Käyttökateprosentti kasvaa keskimäärin noin 37% tasolle. Käyttöomaisuuspanostukset pienenevät 5% vuositasolle liikevaihtoon suhteutettuna. Käyttöpääoma sitoo edelleen 7% yhtiön liikevaihdosta.

Pitkän aikavälin kilpailun kiristymisen vaiheessa hintakilpailu madaltaa yrityksen liikevaihdon vajaan 20 miljoonan euron tasolle, samalla kun operatiiviset kulut vakiintuvat 72,5 prosenttiin liikevaihtoon suhteutettuna. Käyttökatteella mitattu kannattavuus vakiintuu alan keskiarvotasolle 27,5%. Investointeja tehdään enää ylläpitäviin tarkoituksiin, jolloin käyttöomaisuus ei vuosi vuodelta muutu. Käyttöpääoma pysyy vakiona, jolloin sen vuosittaiset muutokset ovat myös nolla. Investointien ollessa ylläpitävällä tasolla, ei kasvua myöskään synny. Kaikissa yrityksen elinkaarivaiheissa toteutuneen verokannan oletetaan pysyvän 20% tasolla.

5.1.2 Kassavirtojen diskonttaus nykyarvoon

Tarkan arvion aikana 2021–2030 diskonttauskorkona toimii luvussa 3 selvitetty koko pääoman tuottovaatimus 3,72%. Tarkan arvion aikajänteeltä laskemme kassavirtojen nykyarvon hyödyntäen luvussa 2.2.4 käsittelemäämme FCFF kaavaa.

Terminaaliarvon laskentaan hyödynnämme mukautettua Gordonin kaavaa, jonka Damodaran (2012, 428) kuvaa seuraavanlaiseksi:

$$\text{Terminaaliarvo}_n = \frac{\text{Yrityksen kassavirta}_{n+1}}{\text{Pääoman tuottovaatimus}_{n+1} - g_n}$$

Jossa:

g = yrityksen stabiili kasvuvauhti.

Kaavan syöttötietoja estimoidessa niiden oletetaan olevan ylläpidettävissä ikuisesti. Tällöin yrityksen kasvuvauhti ei voi esimerkiksi ylittää markkinatalouden yleistä kasvuvauhtia. Stabiilia kassavirtaa arvioitaessa täytyy myös miettiä, onko yrityksellä erityisiä kykyjä pitää yllä mahdollisia ylituottoja, vai lähestyykö sen kannattavuus normaalia tasoa. Terminaalivaiheessa yrityksen oletetaan olevan kypsä, jolloin sen Seppäsen (2017, 264) mukaan voidaan olettaa lähestyvän pitkällä aikavälillä keskimääräistä yritystä. Tällöin myös sen beta kerroin lähenee markkinakeskiarvoa 1, mikä vaikuttaa osaltaan pääoman tuottovaatimukseen. Työssä myös oletetaan, ettei yritys enää kasva terminaalivaiheessa. Nollakasvuoletus on kuitenkin kestävä, mikäli kansantalouden kasvuodotus on samaan aikaan negatiivinen. Tästä syystä terminaalivaiheen kansantalouden kasvuodotusta indikoivan riskittömän koron oletetaan työssä olevan myös nollassa.

5.1.3 Tulos tuottoarvometodilla



Kuvio 6. Cityvaraston diskonttatut euromääräiset kassavirrat sen elinkaarivaiheissa liitteen 1 laskelmia hyödyntäen.

Kuten kuvioista 6 huomataan, kasvuvaiheessa yhtiön vapaat kassavirrat ovat negatiivisia mutta ne kääntyvät vahvasti positiivisiksi voitonjakovaiheessa. Terminaaliarvo muodostaa suurimman osan kassavirtojen arvosta ja sen arvioinnissa käytettyjen oletusten painoarvo vaikuttaa koko arvonmääritykseen vahvasti. On hyvä huomata, että positiiviset kassavirrat sijoittuvat melko kauas tulevaisuuteen, jolloin muutokset yleisessä korkotasossa vaikuttavat erityisen paljon yrityksen kassavirtojen nykyarvoon. Tästä lisää luvussa 5.4.

Kassavirrat ovat FCFF mallilla laskettu koko yritykselle, joten oman pääoman arvon määrittämiseksi vähennämme niistä vieraan pääoman osuuden. Oman pääoman arvo on näin ollen 66,4 miljoonaa euroa.

5.2 Cityvarasto Oyj markkina-arvoanalyysi

Tuottoarvoa laskiessa yrityksen arvo muodostuu analyytikon näkemyksen mukaan. Analyytikon näkemys voi erota markkinoiden näkemyksestä paljonkin. Tästä syystä on hyvä peilata tuottoarvolla laskettua tulosta markkina-arvoanalyysillä tuotettuun tulokseen. Cityvaraston markkina-arvon indikaatio saadaan ottamalla selvää sen verrokkiyritysten hinnoittelukertoimista ja arvioimalla niiden perusteella hintaa, jonka markkinat voisivat Cityvarastolle hyväksyä.

5.2.1 Verrokkirytykset

Vertailtavia yrityksiä kootessa työ keskittyy määrän sijasta laatuun. Eurooppalaisiin yrityksiin keskittymällä pyritään työssä välttämään räikeimpiä toimialan maturiteetin ja yhtiörakenteen tuomia eroja. Verrokkiryhmä koostuu neljästä Euroopassa toimivasta pienvarastoyrityksestä.

Self storage group ASA on Norjassa, Ruotsissa sekä Tanskassa toimiva pienvarastoja vuokraava yritys. (Self Storage Group 2019). Verrokkiryhmään yritys valikoitui sen toiminnan maantieteellisen alueen perusteella. Norja, ja Tanska ovat pienvarastomarkkinoiden maturiteetin suhteen lähellä suomen tasoa mikä helpottaa vertailua. Yrityksen pääomarakenne on D/E 102,75% tasolla (Yahoo finance 2021) ja lähellä Cityvaraston vastaavaa 98,59%. Yrityksen kasvuvauhti on vuosina 2018–2020 hidastunut 12,40 prosentin tasolta 10,06 prosenttiin, mikä on hieman Cityvarastoa matalampi ja trendiltään eri suuntainen. Eroavaisuuksista on hyvä huomioida yritysten eri kokoluokka. Self Storage Group Asan liikevaihto on euroiksi muutettuna noin 29 miljoonan vuositasolla verrattuna Cityvaraston noin 11 miljoonaan.

24Storage AB on ruotsalainen pienvarastoyritys, joka listautui Tukholman pörssiin 2020 vuoden lopulla (24Storage AB 2019). Verrokkilistalle yritys sopii maantieteellisen alueensa ja kokoluokkansa puolesta. Yrityksen liikevaihto oli euroina 8,6 miljoonaa vuonna 2020 (24Storage AB 2021) joka on Euroopassa listatuista pienvarastoyhtiöistä lähimpänä Cityvarastoa. Huomionarvoista on yrityksen viime vuosien kasvu. Vuonna 2015 perustetun yrityksen liikevaihto on kasvanut yli 20% niin toissa, kuin viimevuonnakin (24Storage AB 2019). Kasvu on rahoitettu suureksi osaksi vieraan pääoman ehtoisesti yrityksen D/E ration ollessa 183,75% (Yahoo finance 2021).

Shurgard Self Storage S.A. Vuokraa pienvarastoja Euroopan laajuisesti Hollannissa, Ranskassa, Iso-Britanniassa, Belgiassa, Saksassa, Ruotsissa sekä Tanskassa. Useassa pörssissä listattu yritys on Euroopassa toimialan suurin (Shurgard Self-Storage 2020; Shurgard Self-Storage 2018). Verrokkiryhmän selkeästi suurin yhtiö on mukana markkina- asemansa tuoman laajentumispotentiaalin vuoksi. Jo monissa pohjoismaissa toimiva yritys voi olla tulevaisuudessa mahdollinen kilpailija myös suomen markkinalla. Huomionarvoista on yrityksen matala velkaisuus sen D/E ration ollessa 32,51% (Yahoo finance 2021). Yrityksen kasvuluvut ovat myös olleet pienempiä verrokkeja maltillisempia sen liikevaihdon kasvun liikkuaessa 2,63 ja 5,57 prosentin välillä vuosina 2018–2020.

Lok'nStore Group plc toimii 36 toimipisteessä Englannin eteläosissa. Yritys on listattu Lontoon pörssissä. 2020 Liikevaihdolla mitattuna Cityvarastoa hieman suuremman (20,7M € verrattuna 11M €) yrityksen velkaisuus on maltillisella D/E 52,84% tasolla (Lok'nStore Group plc 2020, Yahoo finance 2021). Verrokkiryhmään Lok'nStore on valittu sen Eurooppaan sijoittuvan liiketoiminnan vuoksi. Samalla se laajentaa verrokkiryhmän kokoa ja pienentää satunnaisten yhtiökohtaisten erojen vaikutuksia arvonmääritysprosessissa.

5.2.2 Hinnoittelukertoimet

Hinnoittelukertoimina työssä käytetään yhtiöiden EV/EBITDA sekä P/B lukuja. Näistä lasketaan verrokkiryhmien hinnoittelukertoimien keskiarvot. P/B lukujen lähteenä toimii (Bloomberg 2021) ja EV/EBITDA lukujen lähteenä toimii (Yahoo finance 2021). Hinnoittelukertoimet hyödyntävät 7.5.2021 markkinahintoja ja 2020 tilinpäätöstietoja.

Yritys	Markkina	EV/EBITDA	P/B
Self Storage Group asa	Norja, Ruotsi, Tanska	16,37	1,65
Shurgard Self Storage S.A.	Eurooppa	26,63	1,67
Lok'nStore Group plc	Englanti	27,12	1,45
24Storage AB	Ruotsi	-130,08	1,22
Keskimäärin		23,37	1,50

Taulukko 2. Verrokkien hinnoittelukertoimet 2020 tilinpäätöstiedoilla ja 7.5.2021 markkinahinnoilla Yahoo financen (2021) sekä Bloombergin (2021) tietoja hyödyntäen.

24Storagen EV/EBITDA kerroin tuottaa vertailukelvottoman negatiivisen luvun, joten se jätetään laskennassa huomiotta.

5.2.3 Vertailu

Luvussa 2.3.1 käsiteltyä P/B hinnoittelukertoimen kaavaa soveltamalla saamme Cityvaraston osakkeen hinnaksi:

$$1,5 * 36\,000\,000\text{€} = 54\,000\,000\text{€}$$

EV/EBITDA hinnoittelukerrointa hyödyntämällä saamme yritysarvoksi:

$$23,37 * 3\,885\,369,26\text{€} = 90\,814\,030,81\text{€}$$

Yrityksen oman pääoman arvo on tällöin:

$$90\,814\,030,81\text{€} - 26\,503\,712,45\text{€} = 64\,310\,318,36\text{€}$$

P/B hinnoittelukertoimella sekä EV/EBITDA kertoimella tulokset poikkeavat toisistaan huomattavasti. Erojen mahdollisiin selityksiin keskitytään luvussa 6.

5.3 Cityvarasto Oyj kustannusarvo

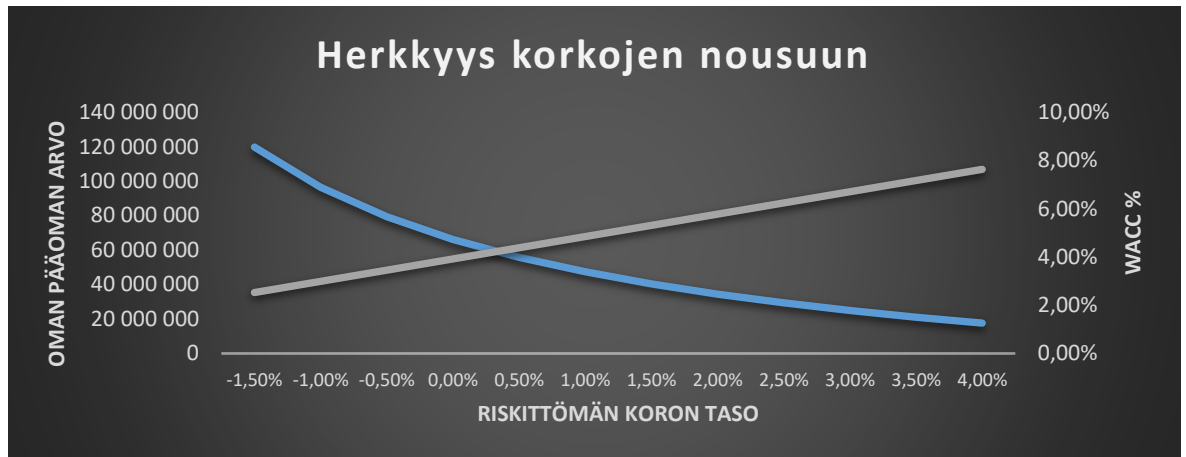
Cityvarasto noudattaa nykyään IFRS tilinpäätösmallia ja sen kiinteistöomistukset on jo taseessa arvostettu niiden käypään arvoon. Kiinteistöomistukset muodostavat lähes kokonaisuudessaan yrityksen kiinteät varat, joten tasevarojen oikaisuun ei ole suurta tarvetta. Vähennämme silti konserniliikearvon, liikearvon sekä kehittämismenot taseen varoista.

Cityvaraston velat muodostuvat rahoituslaitoslainoista, pääomalainasta, osto-, ja siirtovelloista sekä laskennallisista verovelloista, jotka tulisivat myyntihetkellä maksettaviksi (Cityvarasto 2019). Varojen ja velkojen erotus on vuoden 2019 tilinpäätöksen mukaan 32 666 897,57 €.

Täydellisiä 2020 vuoden tasetietoja ei yhtiöltä ole vielä saatavissa, mutta työssä tehtyjen arvioiden mukaan 2020 vuoden odotettava substanssiarvo on noin 36 miljoonaa €.

5.4 Herkkyysanalyysi

Yrityksen kassavirrat painottuvat vahvasti tulevaisuuteen, mikä nostaa yleisen korkotason merkitystä sen kassavirtojen nykyarvon määrittämisessä. Korkotaso on tällä hetkellä matala, mikä suosii kasvuyrityksiä. Kuvio 7 mallintaa tilanteita, joissa markkinoiden riskitön korko muuttuu muiden muuttujien pysyessä ennallaan.



Kuvio 7. Riskittömän koron tason vaikutus Cityvaraston luvussa 5.1. FCFF metodilla laskettujen diskontattujen kassavirtojen arvoon (sininen linja) sekä pääoman tuottovaatimukseen (harmaa linja).

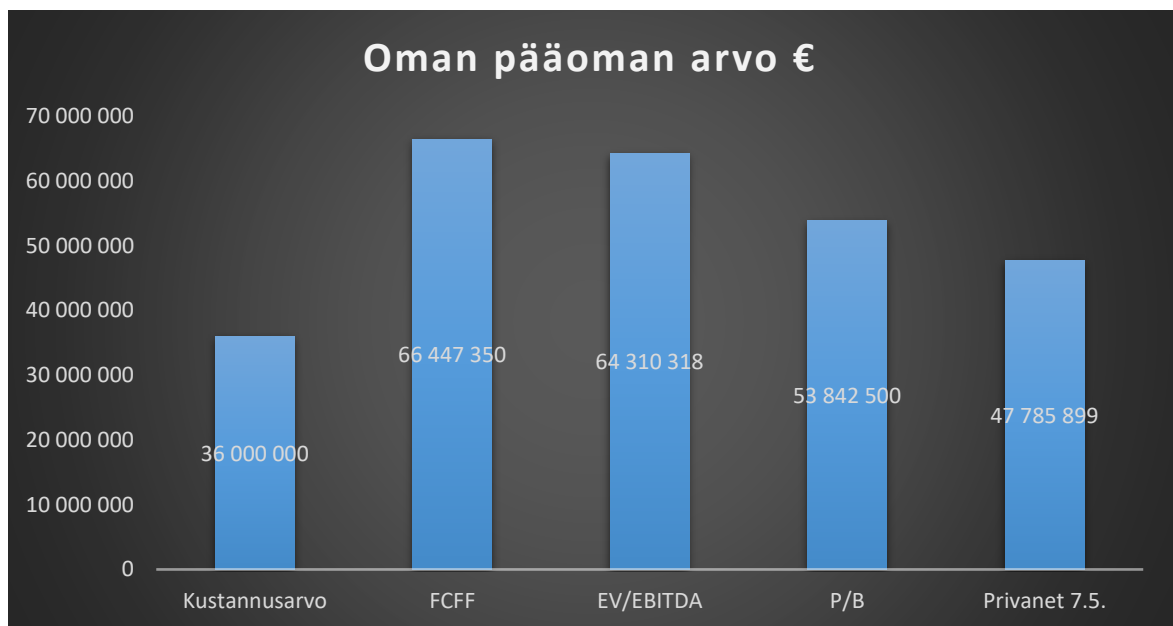
Oheinen kaavio paljastaa riskittömän koron vaikutuksen yrityksen kassavirtojen arvoon, sekä sen pääoman tuottovaatimukseen. Harmaa linja kuvastaa tuottovaatimuksen prosentuaalista tasoa riskittömän koron ollessa eri tasoilla. Sininen linja kuvastaa Cityvaraston FCFF metodilla laskettujen diskontattujen kassavirtojen arvoa, joista on vähennetty vieraan pääoman osuus.

Huomaamme että jo pienet muutokset riskittömässä korossa heiluttavat kassavirtojen arvoa merkittävästi. Sijoituspäätöstä tehdessään kannattaneekin arvioida oma näkemys tulevaan makrotalouden kokonaiskehitykseen, sillä korkotaso tulee vaikuttamaan huomattavasti myös Cityvaraston kassavirtojen nykyarvon kehitykseen.

On myös hyvä muistaa, että oheisessa esimerkissä korkojen nousu on täysin eristetty muista muuttujista. Reaalitaloudessa korot harvoin nousevat itsekseen, vaan vaikutukset ovat moninaiset moniin eri muuttujiin. Silti herkkyysanalyysi antaa suuntaviivoja siitä mitä osakkeen arvolle voisi tapahtua tilanteessa, jossa korkotasot muuttuvat.

6 Johtopäätökset

Kuviosta 8 huomataan, miten eri arvonmäärittämismetodeilla yrityksen oman pääoman arvolle muodostuu eri tuloksia. FCFF analyysin tulos edustaa omaa näkemystäni yrityksen arvosta. EV/EBITDA sekä P/B kuvastavat markkina-arvoa tilanteessa, jossa Cityvaraston hinnoittelukertoimet vastaisivat sen verrokkeja. Kustannusarvo kertoo yhtiön tämänhetkisen nettovarallisuuden arvon. Nämä kaikki arvot eroavat sekä toisistaan että Privanetin markkinanoteerauksesta.



Kuvio 8. Cityvarasto Oyj oman pääoman arvo eri metodeilla laskettuna.

FCFF tuottoarvomallilla saatu luku pohjautuu oletukseen yrityksen tulevaisuuden strategian onnistumisesta. Näkemykseni yrityksen menestymisestä tulevaisuudessa on mielestäni maltillisen positiivinen, mutta saattaa hyvinkin erota markkinakonsensuksesta. Toinen tuottoarvomallin tulokseen vahvasti vaikuttava tekijä on diskonttokorko. Seppänen (2017, 241) tuo esiin mahdollisia ongelmia liittyen pienten yritysten oman pääoman tuottovaatimuksen estimointiin. Pienten yritysten riskitaso voi olla korkeampi kuin mitä estimointimenetelmällä saadaan mitattua, lisäksi pienten yritysten osakkeen likviditeetti voi olla matala, jolloin osakkeen omistajan riski kasvaa. Tällöin oman pääoman tuottovaatimukseen lisätty lisäpreemio voi olla perusteltu. Damodaran (2012, 950) esittelee listaamattoman yrityksen likviditeettiriskistä koituvan ongelman mahdolliseksi ratkaisuksi alennuksen lisäämisen arvonmäärittämis tulokseen. Hänen mukaansa erilaiset tutkimukset ovat antaneet erilaisia estimaatteja sopivasta alennuksen määrästä. Arviot sopivasta alennuksen määrästä asetuvat usein 20% ja 30% välille. Tuottoarvomallin tulos 20% alennuksella on 50,2M € ja

30% alennuksella 46,5M €. Privanet noteerauksen mukaan lasketun oman pääoman hinnan ollessa 47,8M € voi yksi selitys erolle tuottoarvomallin tuloksen ja arvonmäärittämissä markkinahinnan välillä löytyä kyseisestä listaamattoman yrityksen likviditeettipremiosta.

EV/EBITDA hinnoittelukertoimella saatu tulos eroaa samaa verrokkiryhmää hyödyntäneestä P/B tuloksesta. Yksi selitys tälle voi löytyä EV/EBITDA hinnoittelukertoimen sisältämistä yrityskohtaisista eroista. Lonergan & Chu kritisoi EBITDA pohjaisten hinnoittelukertoimien käyttöä tuomalla esiin niiden sisältämät epätarkkuudet yritysten välisissä eroissa kuten aineellisten hyödykkeiden iässä, laskennallisissa verosaamisissa, ja kasvuvauhdissa. Nämä erot voivat osaltaan selittää markkinoiden yrityksille hyväksymiä erilaisia EV/EBITDA kertoimia, jolloin Cityvaraston yrityskohtaiset erityispiirteet jäävät arvossa huomiotta.

Toinen selitys voi löytyä EV/EBITDA ja P/B hinnoittelukertoimien verrokkiryhmistä. 24Storage AB:n EV/EBITDA kerroin ei negatiivisena lukuna ollut vertailukelpoinen. Tämän takia voi olla perusteltua väittää verrokkiryhmän keskimääräisen EV/EBITDA kertoimen painottuvan korkeammaksi kuin mitä sen tulisi olla. P/B kertoimessa 24Storage AB on mukana ja sen kerroin on ryhmän matalin, tämä taas painottaa ryhmän keskiarvoa alemmas. Johtopäätöksenä sanoisin, ettei EV/EBITDA ja P/B hinnoittelukertoimet ole tässä tapauksessa täysin verrannolliset.

Yllä mainittujen lisäksi on hinnoittelukerotoimilla laskettuja markkina-arvotuloksia tarkastellessa hyvä huomioida, että viidesosa Cityvaraston liiketoiminnasta muodostuu paketti-autonvuokrauksesta. Tämä eroaa verrokkiryhtysten liiketoimintatavoista ja voisi vaikuttaa markkinoiden Cityvarastolle sallimiin hinnoittelukertoimiin. P/B kertoimissa ei ole myöskään huomioitu yritysten käyttävän mahdollisesti eri tilinpäätösstandardeja kuin Cityvarasto, mikä voi lisätä epävarmuutta P/B hinnoittelukertoimen luotettavuudessa. Jatkotutkimuksia varten mielenkiintoista olisikin tarkastaa ja oikaista verrokkiryhtysten ja Cityvaraston tilinpäätöstiedot mahdollisten tilinpäätösstandardeista johtuvien erojen suhteen. Mielenkiintoista olisi myös tutkia hinnoittelukertoimia pidempien aikojen keskiarvojen kautta ja saada näin entistä laajempaa näkemystä toimialan yrityksille tyypillisistä arvostuskertoimista.

Kustannusarvometodilla määritetty oman pääoman arvo on odotetusti matalampi kuin muut tulokset. Se ei ota huomioon yhtiön kykyä tuottaa taloudellista hyötyä tulevaisuudessa, eikä sitä sellaisenaan kannata verrata muilla metodeilla saatuihin tuloksiin. Huomionarvoista on kuitenkin sen luoma indikaatio yhtiön nykyhetken varallisuudesta, jota voi

mahdollisesti käyttää viitearvona yrityksen pohja-arvoksi. Toisaalta tätäkään arvoa ei tule käyttää pureskelematta, sillä on mahdollista kuvitella tilanne, jossa yritys jatkaisi toimintaa kannattamattomana tuhoten pääomaa, jolloin substanssiarvoakin pienempi markkina-arvostus voisi olla perusteltu.

Listautumisnäkökulmasta Cityvaraston tilanne näyttää erittäin mielenkiintoiselta. Pääomaskaalla pienvarastoalalla rahoituksen järjestämisen työkalut ovat erityisen tärkeitä. Listautuminen Helsingin First north-, tai jopa päälistalle voisi tuoda yritykselle lisäpääomaa, jota hyödyntää kasvustrategian toteuttamisessa tai jopa sen laajentamisessa. Saumattomampi mahdollisuus oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen antaisi Cityvarastolle työkalun, jota sen kotimaisilla kilpailijoilla ei vielä ole. Listautuminen voisi epäsuorasti myös helpottaa vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen saamista lisäten yrityksen uskottavuutta velanantajien silmissä. Lisääntyneet rahoitusmahdollisuudet helpottaisivat yritystä optimaalisen pääomarakenteen ylläpitämisessä ja mahdollistaisivat tarpeen vaatiessa pääomaa vaativien liiketoimien, kuten yritysostojen tai lisäinvestointien tekemisen. Osakkeenomistajan näkökulmasta tärkeä osakkeen kaupankäynnin likviditeetti nousisi listautumisen myötä todennäköisesti huomattavasti nykyistä korkeammalle tasolle. Mikäli osakkeen nykyiseen markkinahintaan on hinnoiteltu likviditeettialennusta, toisi listautuminen potentiaalia alennuksen poistumiselle ja osakkeen hinnannousulle.

Lähtökohtana tuloksia arvioidessa on työssä oletettu tehtyjen laskelmien olleen virheettömiä ja niissä käytetyn datan olevan oikeaa. Mikäli laskutoimituksissa tai datankeruussa on tapahtunut virheitä, vääristävät ne tuloksia sekä johtopäätöksiä.

7 Lähteet

24Storage AB 2019. Annual Report 2019 Luettavissa:

<https://cms.24storage.se/wp-content/uploads/2020/10/24Storage-Annual-Report-2019.pdf>

Luettu 25.4.2021

24Storage AB 2021. Bokslutskommuniké 1 januari – 31 december 2020. Luettavissa:

<https://storage.mfn.se/af8d00d9-cb94-43fe-8a73-1e851a72eb47/24storage-bokslutskommunike-2020.pdf> Luettu 9.5.2021

Baghai, M. Smit, S & Viguerie, P. 2008. The Granularity of Growth. McKinsey & Company, Yhdysvallat.

Bisnode 2020 Cityvarasto Oyj Medium raportti. Luettavissa: <https://tietopalvelut.almatalent.fi> Luettu 28.12.2020

Bisnode 2021 Pakuovelle.com Oy Medium raportti. Luettavissa: <https://tietopalvelut.almatalent.fi> Luettu 9.4.2021

Bloomberg 2021. Self Storage Group ASA. Luettavissa:

<https://www.bloomberg.com/quote/SSG:NO> Luettu 28.4.2021

Bloomberg 2021. Shurgard Self Storage S.A. Luettavissa:

<https://www.bloomberg.com/quote/SHUR:BB> Luettu 28.4.2021

Bloomberg 2021. Lok'nStore Group Plc. Luettavissa:

<https://www.bloomberg.com/quote/LOK:LN> Luettu 28.4.2021

Bloomberg 2021. 24Storage AB. Luettavissa:

<https://www.bloomberg.com/quote/24STOR:SS> Luettu 28.4.2021

Cityvarasto Oyj 2020. Norjalainen Ferncliff TIHAS sijoitti Cityvarasto Oyj:hin. Luettavissa:

<https://cityvarasto.fi/sijoittajille/tiedotteet/norjalainen-ferncliff-tihas-sijoitti-cityvarasto-oyj-hin/> Luettu 24.4.2021

Cityvarasto Oyj 2019. Konsernitilinpäätös ja toimintakertomus. Luettavissa: <https://cityvarasto.fi/media/zy4mh5mb/tilinpaatos-2019.pdf> Luettu 18.12.2020

Cityvarasto Oyj s.a. a. Vahvassa kasvussa – Cityvarasto.
Luettavissa: <https://cityvarasto.fi/sijoittajille/> Luettu 19.4.2021

Cityvarasto Oyj s.a. b. Cityvarasto Sijoituskohteena. Luettavissa: <https://cityvarasto.fi/sijoittajille/cityvarasto-sijoituskohteena/> Luettu 12.2.2021

Damodaran, A. s.a. Data: Archives Luettavissa: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html Luettu 24.2021

Damodaran, A. 2021a. Country Default Spreads and Risk Premiums 2021. Luettavissa: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html Luettu 22.3.2021

Damodaran, A. 2021b: Levered and unlevered Betas by Industry 2021. Luettavissa: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html Luettu 29.1.2021

Damodaran, A. 2021c: Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. Luettavissa: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html Luettu 13.4.2021

Damodaran, A 2017 Narrative and Numbers. Columbia. New York

Damodaran, A. 2012 Investment Valuation - Tools and Techniques for Valuing Any Asset Hoboken. Wiley. New Jersey.

Entwistle, G. Bastiaansen, I. 2015. Variations in P/E. Strategic Finance 97, 5, s. 48-53

Fama, E. & French, K. 2003. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. Luettavissa: <https://ssrn.com/abstract=440920> tai <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.440920> Luettu 4.4.2021

Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance. 25, s. 383–417.

Heikinmatti, K. Jahkonen, E. Kanervisto, M. Kekki, S. Marjomaa, J. Ruusulaakso, J & Toivio A. 2017 Yritystutkimuksen Tilinpäätösanalyysi. Helsinki. Gaudeamus

Investing.com 2021 Saksa 10 vuoden joukkovelkakirjojen tuotto. Luettavissa: <https://fi.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield> Luettu 7.5.2021

Kallunki J-P 2014. Tilinpäätösanalyysi. Talentum Media Oy

Kallunki J-P & Niemelä, J. 2012. Osakkeen Arvonmääritys: Onnistunut Sijoituspäätös. Helsinki. Talentum.

Kauppalehti 2018. Pienet kaupunkiasunnot kasvattavat varastojen kysyntää, nyt tavaraa tallettavat varastoihin myös pienet verkkokaupat. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/pienet-kaupunkiasunnot-kasvattavat-varastojen-kysyntaa-nyt-tavaraa-tallettavat-varastoihin-myo-pienet-verkkokaupat/85a7994a-06e8-3ac5-aeeb-00715839623e> Luettu: 29.1.2021

Kauppalehti 2017a. Cityvarasto harkitsee listautumista pörssiin. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/cityvarasto-harkitsee-listautumista-porssiin/5a5ca34b-0474-3e7d-a108-97224197e69a> Luettu: 14.2.2021

Kauppalehti 2017b. Pienvarastot vetävät vuokralaisia – harvalla toimialalla päästään yhtä hyviin kasvunumeroihin. Luettavissa; <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/pienvarastot-vetavat-vuokralaisia-harvalla-toimialalla-paastaan-yhta-hyviin-kasvunumeroihin/b5e46863-c15c-3884-a4c6-978e7b94802d> Luettu 29.1.2021

Koller, T. Goedhart, M. & Wessels, D. 2015 Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company Inc

Kumar, R. 2019. Determinants of relative Valuation in Different Industry Sectors – An Empirical Study. The Journal of Wealth Management. London. 22, 1, s. 73-85

Lok'nStore Group plc 2020. Annual Report and Accounts. Luettavissa: <https://cdn.loknstore.co.uk/reports/annual-reports/Annual-report-2020.pdf> Luettu 25.4.2021

Lonergan, W. Chu, H. 2016. Problems with using EBITDA-based valuations in capital-intensive industries. JASSA 2, s. 24-29

Mauboussin, M. & Callahan D. 2020. The Math of Value and Growth. Morgan Stanley Distribution, Inc.

Meyers, S. 2020. A Look At Self-Storage Growth Trends Now And Post-Pandemic. Luettavissa: <https://www.forbes.com/sites/forbesrealestatecouncil/2020/12/01/a-look-at-self-storage-growth-trends-now-and-post-pandemic/?sh=291bfac72165> Luettu 19.1.2021

MSCI 2021. Corporate-Bond Yields and Spreads. Luettavissa: <https://www.msci.com/research/insights-gallery/corporate-bond-spreads> Luettu 13.4.2021

Pienvarastoyhdistys RY. s.a. Mitä on pienvarastointi? Luettavissa: <http://www.pienvarastoyhdistys.fi/fi/etusivu/> Luettu: 24.4.2021

Self Storage association UK. 2020 Self Storage Annual Industry report 2020. Luettavissa: <https://www.ssauk.com/resource/ssa-uk-annual-industry-report-2020-pdf.html> Luettu 24.1.2021

Self Storage Group 2019. Annual report 2019 Self Storage group ASA. Luettavissa: <https://www.selfstoragegroup.no/wp-content/uploads/2020/04/arsrapport2019web.pdf> Luettu: 25.4.2021

Seppänen Harri 2017: Yrityksen arvonmäärittäminen. Alma Talent

Sharma, M. Prashar, E. 2013. A Conceptual Framework for Relative Valuation. The Journal of Private Equity. 16, 3, s. 29-32.

Sharpe, W.F. 1964 Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, Journal of Finance (3)

Shurgard Self-Storage 2020. Annual Report 2020 Luettavissa: <https://shg-prd.azureedge.net/-/media/shurgard/investor/docs/reports-presentations/2021/20210224-shurgard-annual-report-2020.pdf> Luettu: 24.4.2021

Shurgard Self-Storage 2018. Annual Report 2018 Luettavissa: <https://shg-prd.azureedge.net/-/media/shurgard/investor/docs/reports-presentations/2018/20190322-shurgard-annual-report-2018.pdf> Luettu: 24.4.2021

Stenroos Ville Joulukuu 2020. Privanet Webinaari. Videoitu haastattelu. Katsottavissa: <https://register.gotowebinar.com/recording/8248404701839610119> Katsottu 30.12.2020

Suomen asiakastieto Oy 2020. Cityvarasto Oy Riskiluokitus ja maksuhäiriöt

Suozzo, P. Cooper, S. Sutherland, G. & Deng, Z. 2001 Valuation Multiples: A primer. Global Equity Research. UBS Warburg.

US Census Bureau 2020a. Industry revenue of “lessors of miniwarehouses and self-storage units” in the U.S. 2012-2024.

Luettavissa: <https://www-statista-com/forecasts/885083/lessors-of-miniwarehouses-and-self-storage-units-revenue-in-the-us> Luettu: 2.2.2021

US Census Bureau 2020b. Industry revenue of “lessors of real estate” in the U.S. from 2012 to 2024. Luettavissa: <https://www-statista-com.ezproxy.haaga-helia.fi/forecasts/1014384/lessors-of-real-estate-revenue-in-the-us> Luettu 16.2.2021

Valtiovarainministeriö: Yhteisön verotus. Luettavissa:

<https://vm.fi/yhteison-verotus> Luettu 11.4.2021

Yahoo finance 2021. Self Storage Group ASA. Luettavissa:

<https://finance.yahoo.com/quote/SSG.OL?p=SSG.OL> Luettu 28.4.2021

Yahoo finance 2021. Shurgard Self Storage S.A. Luettavissa:

<https://finance.yahoo.com/quote/SHUR.BR?p=SHUR.BR> Luettu 28.4.2021

Yahoo finance 2021. Lok’nStore Group Plc. Luettavissa:

<https://finance.yahoo.com/quote/LOK.L?p=LOK.L> Luettu 28.4.2021

Yahoo finance 2021. 24Storage AB. Luettavissa:

<https://finance.yahoo.com/quote/24STOR.ST?p=24STOR.ST> Luettu 28.4.2021

Zelmanovich, B. Hansen, C. 2017. The Basics of EBITDA. American Bankruptcy institute Journal, 36, 2, s. 36-37

