

Juha-Pekka Kallunki

#### Tilinpäätösinformaation käyttö yrityksen arvonmäärityksessä1

Yrityksen laskentatoimen tehtävänä on tuottaa yritykselle ja sen sidosryhmilletietoa yrityksen taloudellisesta tilasta. Ulkoinen laskentatoimi rekisteröi liikekirjanpidossa yrityksen tuloja, menoja ja rahoitustapahtumia, joista tilikauden päätyttyä laaditaan yrityksen tulosta ja rahoituksellista asemaa kuvaava tilinpäätös. Tilinpäätösten sisältämää informaatiota yrityksen taloudellisesta tilasta käytetään laajasti hyväksi useissa eri päätöksentekotilanteissa. Yksi tilinpäätösinformaation käyttökohde on yrityksen arvonmääritys.

Yrityksen arvonmääritys on perinteisesti ollut keskeinen taloudellisten analyysien kohde, ja siten myös keskeinen liiketaloustieteellisen tutkimuksen kohde. Luotettava arvonmääritys on perusta useille erilaisille päätöksille, joita yritys ja sen sidosryhmät tekevät. Yrityksen arvonmääritystä hyödynnetään mm. sijoituspäätöksissä arvopaperipörssissä listattujen yritysten osakkeisiin, yrityskaupoissa ja muissa yritysjärjestelyissä. Alan tutkimuksen tavoitteena on ymmärtää yritysten arvonmäärityksen mekanismeja ja kehittää malleja, joissa yrityksen ja koko kansantalouden tilaan kuvaavien muuttujien avulla voidaan kuvata yrityksen arvo. Viime aikoina Suomessakin koettu voimakas osakekurssien nousu on osaltaan lisännyt yleistä kiinnostusta yrityksen arvonmäärityksen menetelmiä kohtaan. Monet kysyvät miksi esimerkiksi Nokian osakkeen arvo on yli 70-kertainen yrityksen kuluvaan tilikauden ennakoituun tulokseen verrattuna, kun taas Rautaruukin osakkeen arvo on ainoastaan 8-kertainen ennakoituun tulokseen verrattuna? Tällaisiin kysymyksiin haetaan vastausta arvonmäärityksen keinoilla.

Yrityksen arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudelliseen tilaan perustuen. Näin saadaan yrityksen taloudellinen arvo, joka voi poiketa huomattavasti sen kirjanpidollisesta arvosta. Yritystä arvioidaan toisaalta yrityksen tämän hetken tilan perusteella, mutta ennen kaikkea tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. Tämän vuoksi yrityksen arvonmääritys on haastava tilinpäätösinformaation käyttökohde. Perinteistä, toteutuneeseen kehitykseen perustuvaa tilinpäätösanalyysiä on laajennettava tulevan kehityksen analysointiin. Toteutuneet tilinpäätöstiedot ovat hyvä lähtökohhta tulevan kehityksen projisoinnissa. Tälle ajatukselle perustuvat myös viimeisimmät yrityksen arvon määrittämistä kuvaamaan kehitetyt matemaattiset mallit.

Yrityksen arvonmäärityksen taustalla on omistajalähtöinen eli ns. shareholder-ajattelutapa yrityksen toiminnasta ja tavoitteista. Omistajat omistavat yrityksen, minkä vuoksi yritysjohton tavoitteena tulee pitkällä aikavälillä olla omistajien varallisuuden maksimointi eli yrityksen arvon maksimointi. Omistajalähtöinen ajattelutapa kuvaa, miten yrityksen toiminta voidaan pitää vakaalla pohjalla ja sen eri sidosryhmien yrityksestä saama hyöty kasvattaa mahdollisimman suureksi. Julkisuudessa on viime aikoina paljon keskusteltu yrityksen sidosryhmien laajan huomioon ottamisen, ns. stakeholder-ajattelun tärkeydestä. Pitkällä tähtäimellä stakeholder- ja shareholder-lähestymistavat ovat kuitenkin rahoitusteorian mukaan yhteneviä, eivätkä toistensa kanssa kilpailevia yrityksen tavoitteita.

Yrityksen taloudellinen arvo voidaan yksinkertaistaen esittää yritykseen sijoitetun vieraan ja oman pääoman taloudellisten arvojen summana. Vieraan pääoman arvo on verrattain helppo määrittää, sillä vieraan pääoman sijoituksissa sovitaan etukäteen pääoman palautuksista ja koroista. Vieraan pääoman arvo on tulevien korko- ja kuoletusmaksujen nykyarvo.

Oman pääoman taloudellisen arvon määrittäminen on sen sijaan huomattavasti vaikeampaa, vai pitäisikö sanoa haasteellisempaa, kuin vieraan pääoman arvon selvittäminen. Oman pääoman sijoituksella ei ole ennalta sovittua määräaikaakaan, vaan lähtökohtaisesti yritys ei koskaan tule maksamaan oman pääoman sijoitusta takaisin. Oman pääoman sijoittajat eivät myöskään ole oikeutettuja kiinteisiin ennalta sovittuihin kassavirtoihin. Yritys maksaa oman pääoman sijoittajille osinkoja tuloksensa mukaan, eli tulevaisuudessa jaettavien osinkojen määrää ei voi varmuudella tietää etukäteen. Huonoina vuosina yritys ei välttämättä jaa osinkoja lainkaan. Oman pääoman sijoittajan saa sijoituksensa tuoton ja sijoittamansa pääoman takaisin yrityksen arvonnousun myötä myydessään omistuksensa myöhemmin toiselle sijoittajalle. Yrityksen arvon kehittyminen onkin oman pääoman sijoittajan kannalta keskeinen kysymys.

Yrityksen arvonmäärityksen menetelmät ovat moninaiset. Yksinkertaisimmillaan yrityksen arvo määritetään yrityksen arvostustasoa kuvaavien tunnuslukujen avulla. Tunnusluvut lasketaan suhteuttamalla yrityksen arvo johonkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan tilinpäätösasuun. Yleisimmin käytettyjä tilinpäätösasuun ovat mm. yrityksen

nettotulos, oman pääoman tasesubstanssi, erilaiset kassavirtakäsitteet ja liikevaihto. Yksittäisiä tunnuslukuja käytettäessä tarvitaan tarkasteltavan tunnusluvun arvo myös kohdeyrityksen kanssa samalla toimialalla toimivalle vertailuyritykselle tai mieluiten koko toimialalle. Tämän jälkeen arvonmäärittäminen kohteena olevan yrityksen taludellinen arvo määritetään siten, että valitun tunnusluvun arvoksi tulee sama kuin vertailuyrityksen tai koko toimialan tunnusluvun arvo.

Yksittäiset arvonmäärittäminen tunnusluvut voidaan jakaa kolmeen eri ryhmään: tulosta ja kassavirtaa, tasesubstanssia sekä liiketoiminnan volyyymiä kuvaaviin tunnuslukuihin. Yleisimmistä näistä käytetään tulosta ja kassavirtaa kuvaavia tunnuslukuja. Näissä tunnusluvuissa yrityksen oman pääoman arvo tai koko yritysarvo suhteutetaan johonkin tulos- tai kassavirtalukuun. Käytetyin tällainen mittari on ns. P/E-luku, eli hinta/voitto-luku, jossa yrityksen oman pääoman taludellinen arvo suhteutetaan edellisen vuoden toteutuneeseen tai seuraavien vuosien arvioituihin nettotuloksiin.

P/E-luvun perusajatus on yksinkertainen. Se kertoo, kuinka monta vuotta tarvitaan, jotta yritys pystyy nykyisellä tulostasollaan kattamaan oman pääoman taloudellisen arvon, eli P/E-luku on eräänlainen takaisinmaksuajan luku. Tällä hetkellä joillakin pörssilistatuilla informaatioteknologian yrityksillä P/E-luvun arvo on jopa useita satoja. Tällaisen yrityksen omistajien täytyy siis odottaa satoja vuosia, jotta yritys on nykyisellä tuloksentekevyydellään kerännyt arvonsa tulo- ja kassavirta-etuilla. Koska ei voida olettaa, että kukaan sijoittaja odottaisi sijoituksensa tuottoa ihan näin pitkää aikaa, jää korkeille P/E-luvuille kaksi selitystä. Joko näiden yritysten voitot tulevat jatkossa kasvamaan huikasti nykytasostaan, tai niiden osakkeiden arvot ovat tällä hetkellä yhtä huikasti yliarvostettuja.

Samalla kun P/E-luku on yksi yleisimmistä käytetyistä yrityksen arvonmäärittäminen tunnusluvuista, se on varmasti myös eniten väärinkäytetty ja väärinymmärretty tunnusluku. P/E-luvun merkittävin heikkous on, että se ei ota eksplisiitisti huomioon tuloksen kasvua eikä yrityksen riskiä. Tämä puolestaan johtaa helposti tunnusluvun virhetulkintaan. Yritysten erilaiset kasvuodotukset on merkittävin P/E-lukujen tasoeroja selittävä tekijä. Jos yrityksen voittojen kasvumahdollisuudet ovat korkeat, tulee sen P/E-luvun olla selvästi korkeampi kuin matalan kasvun yrityksellä. Matalariskisen yrityksen P/E-luvun tulee vastaavasti olla korkeampi kuin korkean riskin yrityksen P/E-luvun. P/E-luvun tulkintaa heikentää myös se, että yrityksen yksittäisen vuoden tulos voi olla luonteeltaan tilapäinen.

Yritysten kasvuodotusten ja riskisyyden erojen vaikutus P/E-lukuihin nähdään selvästi siitä, kuinka eri toimialojen P/E-luvut poikkeavat merkittävästi toisistaan. Esimerkiksi informaatioteknologian ja tietoliikenne ja elektroniikka-toimialojen P/E-luvut ovat huomattavasti muiden toimialojen lukuja korkeammat. Tämä johtuu sijoittajien näille toimialoille asettamista erittäin korkeista kasvuodotuksista. Riskien tai tuotto-odotusten osalta poikkeavien toimialojen ja yritysten vertailu ei pelkän P/E-luvun avulla ole yleensä järkevää.

P/E-lukua lähellä ovat tunnusluvut, joissa oman pääoman arvo suhteutetaan nettotuloksen sijasta yrityksen tekemään kassavirtaan. Kassavirtalukuja käytettäessä luovutaan suoriteperusteisen kirjanpidon menojen ja tulojen jaksottamisesta eri tilikausille, ja seurataan pelkästään rahan liikkeitä. Kassavirran käsitteitä esiintyy käytännössä useita, joskin tavanomaisimmat ovat ns. kassatulos ja vapaa kassavirta. Kassatulos on näistä yksinkertaistettumpi kassavirtaluku, sillä se ei ota huomioon käyttöpääoman muutosta eikä bruttoinvestointeja. Kassavirtalukujen antamat tulokset yrityksen arvosta eivät useinkaan poikkea paljon nettotuloksen, eli P/E-luvun antamasta tuloksesta.

Yrityksen tasesubstanssiin suhteutetuissa arvonmäärittäminen tunnusluvuissa yrityksen oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo suhteutetaan johonkin ns. tasesubstanssia kuvaavaan tilinpäätöserään. Tasesubstanssilla tarkoitetaan yrityksen omaisuus- tai pääomaerien kirjanpidollista, eli tilinpäätöksen taseessa ilmoitettua, arvoa. Tämän vuoksi tasesubstanssia kutsutaankin usein kirja-arvoksi. Arvonmäärittämisessä usein käytetty tasesubstanssiin suhteutettu luku on ns. P/B-luku, eli hinta/kirja-arvo-luku. Se lasketaan jakamalla oman pääoman taludellinen arvo sen kirja-arvolla. Hinta/kirja-arvo-luku kertoo, kuinka moninkertainen yrityksen oman pääoman arvo on suhteessa sen kirjanpidolliseen arvoon. Sellaisilla toimialoilla, joissa yrityksen arvoon vaikuttaa lähinnä sijoitustoiminnan kehitys, tasesubstanssi tai korjattu tasesubstanssi ovat keskeisiä arvonmäärittäminen tunnuslukuja. Tällaisia toimialoja ovat vakuutus-, sijoitus- ja kiinteistöinvestointi.

Liiketoiminnan volyyymiin suhteutetut tunnusluvut ovat kolmas yksittäisten arvonmäärittäminen tunnuslukujen ryhmä. Näitä tunnuslukuja käytetään esim. silloin, kun yrityksen tulos on ollut tappiollinen ja tämän vuoksi esim. P/E-luvun käyttö on ongelmallista. Yleisimmät liikevaihtoon suhteutetut tunnusluvut ovat ns. P/S-, eli hinta/liikevaihto- ja ns. EV/S, eli yritysarvo/liikevaihto-luvut. P/S-luku kertoo yrityksen oman pääoman arvon suhteessa liikevaihtoon ja EV/S-luku kuvaa koko yrityksen arvon suhdetta liikevaihtoon. Toimialan sisällä liikevaihtoon suhteutetut luvut ovat usein lähellä toisiaan, mutta toimialoittain keskimääräiset luvut poikkeavat toisistaan hyvinkin paljon.

Edellä kuvatut yrityksen arvonmäärityksen yksittäiset tunnusluvut ovat siis helposti laskettavissa ja antavat karkean kuvan yrityksen arvostustasosta. Niiden kaikkien käyttö perustuu kohdeyrityksen ja valitun vertailuyrityksen tai -toimialan vastaavuuteen. Jos vertailuyritys tai -toimiala poikkeavat taloudellisilta ominaisuuksiltaan hiemankin kohdeyrityksestä, ovat analyysin tulokset harhaisia. Nykyaikaisessa arvonmäärityksessä käytetäänkin yksittäisten tunnuslukujen sijasta ns. arvonmääritysmalleja, jotka antavat huomattavasti luotettavampia tuloksia yrityksen arvosta kuin pelkät yksittäiset tunnusluvut. Ne antavat myös yksittäisiä tunnuslukuja syvällisemmän kuvan yrityksen arvon määräytymisen taustatekijöistä. Tämä mahdollistaa yrityksen taloudellista tilaa, kuten kannattavuutta ja vakavaraisuutta, koskevan informaation yhdistämisen suoraan arvonmääritykseen.

Arvonmääritysmallien perusidea on, että yrityksen arvo on sen tulevien vuosien rahamääräisen taloudellisen menestymisen kokonaisarvo. Rahamääräistä menestymistä voidaan mitata esimerkiksi osinkoina tai vapaina kassavirtoina. Sekä oman että vieraan pääoman sijoittajat saavat sijoitukselleen tuoton rahavirtana tulevaisuudessa. Tämän vuoksi eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määritettäessä. Esimerkiksi kymmenen vuoden kuluttua saatavan 1 000 markan suuruisen osingon arvo on huomattavasti pienempi kuin tänään saatavan vastaavan suuruisen osingon arvo. Tämä johtuu siitä, että sijoittaja voi käyttää aikaisemmin saadun kassavirran heti hyväkseen, mutta myöhemmin saatavaa kassavirtaa hänen täytyy odottaa.

Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan arvonmääritysmalleissa muuttamaan eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat yhteismitallisiksi, eli diskonttaamaan ne nykyhetkeen. Pääoman tuottovaatimus on sijoittajalle vaihtoehtoiskustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. Yrityksen arvonmääritysmalleissa pääoman tuottovaatimus on erittäin tärkeä muuttuja. Jos tuottovaatimus arvioidaan väärin, antavat arvonmääritysmallit helposti vääriä tuloksia.

Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen uusille luotoille. Vieraan pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on yleensä ongelmaton, sillä se on korko, jonka yritys maksaa uusista luotoistaan. Jos yritys on laskenut liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, on vieraan pääoman tuottovaatimus kyseisten joukkovelkakirjalainojen tuotto. Yrityksen joukkolainojen nimellistuottoa eli kuponkikorkoa ei voi käyttää vieraan pääoman tuottovaatimuksen arvona. Nimellistuotto kertoo ainoastaan, kuinka suuri yrityksen vieraan pääoman tuottovaatimus oli silloin, kun laina laskettiin liikkeelle. Jos yritys ei ole äskettäin laskenut joukkolainoja liikkeelle, vieraan pääoman tuottovaatimuksen arvona voidaan käyttää samalla toimialalla toimivan riskiltään vastaavan yrityksen joukkolainojen tuottoa. Myös yrityksen pankkilainoistaan maksamaa keskimääräistä korkoa voidaan tällaisessa tapauksessa käyttää vieraan pääoman tuottovaatimuksen mittarina.

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on vieraan pääoman tuottovaatimuksen määrittämistä huomattavasti haastellisempaa. Oman pääoman tuottovaatimuksen suuruuteen vaikuttaa oman pääoman ehtoiseen sijoitukseen eli osakesijoitukseen liittyvä riski. Rahoitusteorian perusväittämien mukaan tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan. Mitä suurempi on riski, sitä suuremman tuottovaatimuksen sijoittajat haluavat riskin korvauksena. Oman pääoman sijoittajat eivät saa sijoitukselleen ennalta sovittua tuottoa, kuten vieraan pääoman sijoittajat saavat yleensä kiinteän koron muodossa. Myös yrityksen konkurssitilanteessa oman pääoman sijoittajat ovat varojen saamisen etuoikeusjärjestyksessä viimeisenä. Näiden syiden vuoksi oman pääoman ehtoisen sijoittamisen riski on huomattavasti korkeampi kuin vieraan pääoman ehtoisen sijoittamisen. Oman pääoman tuottovaatimus onkin paljon korkeampi kuin vieraan pääoman tuottovaatimus.

Oman pääoman tuottovaatimus vaihtelee myös yritysten välillä niiden riskisyyden mukaan. Korkeamman riskin yrityksellä oman pääoman tuottovaatimus on korkeampi kuin yrityksellä, jonka riski on pienempi. Tilinpäätösten tuottamaa informaatiota yrityksen riskisyydestä voidaan hyödyntää oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä. Esimerkiksi rahoitusrakenteen, kustannusrakenteen ja liikeriski ovat keskeisiä yrityksen oman pääoman tuottovaatimukseen vaikuttavia yrityksen ominaisuuksia.

Arvonmääritysmallien juuret ovat Gordonin jo vuonna 1938 esittämässä osinkoperusteisessa mallissa. Se on myös lähtökohtana kehittyneimmissä malleissa, kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen mallin mukaan oman pääoman arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen diskontattu nykyarvo. Mallin perusajatus on, että koska oman pääoman sijoituksella ei ole määräaika, oman pääoman arvo on päättymättömän osinkovirran nykyarvo. Tulevien vuosien osinkojen nykyhetken diskonttaamisessa käytetään oman pääomanehtoisten sijoittajien tuottovaatimusta.

Osinkoperusteisen arvonmääritysmallin käytännön soveltamiseen liittyy useita vaikeuksia. Tulevien osinkojen luotettava arviointi on ensinnäkin usein vaikeaa. Toisaalta osinkojen pienetkin ennustevirheet vaikuttavat suuresti mallin antamiin tuloksiin yrityksen arvosta. Tämä siksi, että mallin mukaan yrityksen arvo tulee kokonaisuudessaan tulevista osinko-odotuksista. Pienetkin osinkojen ennustevirheet vaikuttavat tällöin suuresti mallin antamaan lopputulokseen. Osinkomallin käytössä joudutaan myös tekemään oletuksia osinkojen tasaisesta kasvusta.

Osinkomallia kehittyneempi arvonmääritysmalli on ns. vapaan kassavirran malli. Kassavirtalaskelmien käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä, samoin kuin muissakin tilinpäätösanalyysissä perustellaan sillä, että tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Virallisissa tilinpäätöksissä tilikauden tulokseen vaikuttaa ratkaisevasti menojen ja tulojen jaksottaminen eri tilikausille, erityisesti käyttöomaisuuden investointimenojen jaksotukset poistoina käyttöomaisuuden pitoajalle. Myös erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohdon mahdollinen tuloksenjärjestely ja muut tilinpäätöksen joustokohdat vaikuttavat virallisen tilinpäätöksen mukaiseen tilikauden tulokseen. Kassavirtalaskelmissa seurataan pelkästään rahan liikkeitä, eli tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja.

Kassavirtaperusteisen arvonmääritysmallin etuihin kuuluu myös, että sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. Yrityksen johdon näkökulmasta tämä merkitsee huomion siirtämistä lyhyen aikavälin tuloskehityksestä niihin tekijöihin, jotka maksimoivat yrityksen arvon pitkällä aikavälillä.

Samalla tavoin kuin osinkoperusteisessa arvonmääritysmallissa yrityksen arvo on tulevien osinkojen diskontattu nykyarvo, kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo on yrityksen tulevien diskontattujen kassavirtojen nykyarvo. Vapaan kassavirran mallilla voidaan määrittää oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Valinta omalle pääomalle tai kokonaispääomalle kohdistuvan kassavirtaperusteisen hinnoittelumallin välillä tulisi pääsääntöisesti suorittaa sen mukaan kumpi malleista on helpommin sovellettavissa. Mikäli yrityksen rahoitusrakenteessa on odotettavissa selkeitä muutoksia soveltuu koko yrityksen arvon määrittävä vapaan kassavirran malli paremmin arvostuksen lähtökohdaksi.

Tuoreimpia innovaatioita yrityksen arvonmäärityksessä on ns. lisäarvomalli. Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmalli. Sen lähtökohtana on osinkoperusteinen malli, jota on kehitetty siten, että osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen arvioituja tulevia voittoja. Lisäarvomallin mukaan oman pääoman taloudellinen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tulevien vuosien ns. lisävoittojen nykyarvosta. Lisävoitot diskontataan nykyhetkeen oman pääoman sijoittajan tuottovaatimuksella. Yrityksen tuottama lisävoitto on ennustetun voiton ja omistajien vaatiman voiton erotus. Lisävoitto mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Jos lisävoitto on positiivinen, yritys pystyy toiminnallaan tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle.

Lisäarvomallilla on tärkeitä etuja perinteisiin arvonmääritysmalleihin verrattuna. Mallin mukaan oman pääoman arvo on sen kirjanpidollinen arvo lisätynä yrityksen tulevilla taloudellisilla lisäarvoilla. Suuri osa oman pääoman arvosta tulee useilla yrityksillä tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta. Tulevien voittojen ennustevirheet eivät tämän vuoksi vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin. Esimerkiksi osinkoperusteisessa ja kassavirtaperusteisessa arvonmääritysmallissa oman pääoman arvon oletetaan muodostuvan kokonaisuudessaan ennustettujen tulevien virtojen nykyarvona.

Samalla tavalla kuin vapaan kassavirran mallissa, myös lisäarvomallissa yrityksen arvonmääritys voidaan yhdistää sen taloudellista tilaa kuvaaviin muuttujiin. Myös oman pääoman arvon jakaminen toisaalta tasesubstanssiin, ja toisaalta tulevien vuosien lisävoittojen osuuksiin mahdollistaa yrityksen ns. arvoprofiilin analysoimisen. Arvoprofiili kertoo mikä osaa yrityksen arvosta tulee tulevien vuosien tulosodotuksista, ja mikä osa perustuu vastaavasti kertyneeseen tasesubstanssiin. Esimerkiksi Nokian osakkeen arvosta tulee tällä hetkellä vain alle 5% tasesubstanssista ja loput tulevien vuosien kasvuodotuksista. Erityisesti pitkän aikavälin tulosodotusten osuus Nokian osakkeen arvosta on erittäin suuri, n. 90%. Vastaavasti esimerkiksi Rautaruukin osakkeen arvosta n. 80% tulee kertyneestä tasesubstanssista, ja loput 20% tulevista odotuksista. Näiden kahden yrityksen vertailu kuvaa hyvin kuinka erilainen voi eri yritysten arvoprofiili olla. Korkean teknologian yritysten arvot perustuvat korkeisiin tulevaisuuden kasvuodotuksiin kun taas perinteisten toimialojen yritysten arvoissa kasvuodotukset ovat matalia.