

LUT School of Business and Management

Kauppatieteiden kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

Suomen suurimpien elintarvikeyritysten taloudellinen toimintakyky

The financial performance of the Finland's largest food companies

10.12.2017

Tekijä: Rasmus Aaltonen

Ohjaaja: Kati Pajunen

TIIVISTELMÄ

Tekijä: Rasmus Aaltonen

Opiskelijanumero: xxxxxxxx

Tutkielman nimi: Suomen suurimpien elintarvikeyritysten taloudellinen toimintakyky

Akateeminen yksikkö: School of Business and Management

Koulutusohjelma: Kauppatiede / Talousjohtaminen

Ohjaaja: Kati Pajunen

Hakusanat: elintarviketeollisuus, taloudellinen toimintakyky, tunnuslukuanalyysi, kannattavuus

Tutkimuksessa tarkastellaan Suomen suurimpien elintarvikeyritysten taloudellista toimintakykyä. Kohdeyrityksinä toimivat Atria Oyj, HKScan Oyj, Oy Karl Fazer Ab ja Valio Oy. Tutkimuksen tarkasteluajanjaksona on 2007-2016. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, toimivatko neljä Suomen suurinta elintarvikeyritystä kannattavasti sekä rahoituksellisesti tehokkaasti. Yrityksiä vertaillaan keskenään yksilöinä, mutta myös joukkona koko Suomen elintarvikealaan verraten.

Tutkimus on toteutettu vertailevana tutkimuksena ja tutkimusmenetelmänä toimii tunnuslukuanalyysi. Tutkimuksen tunnuslukuina toimivat kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden mittarit. Tutkimusaineistona on käytetty Amadeus-tilinpäätöstietokantaa, yritysten vuosikertomuksia sekä uutislähteitä. Tuloksia tuetaan myös tutkimus- ja teorialähteillä.

Tutkimuksen tuloksista selviää, että Suomen suurimpien elintarvikeyritysten kannattavuus on tarkasteluajanjaksolla voitollista, mutta yritysten kannattavuudessa on reilusti parantamisen varaa. Kannattavuuden tunnusluvut ovat suurimmaksi osaksi heikolla tasolla ja ajoittain tappiollisia. Rahoituksellisesti yritykset ovat vakaita ja tehokkaita. Yrityksistä Fazerin taloudellinen toimintakyky on muita kohdeyrityksiä selkeästi paremmalla tasolla.

ABSTRACT

Author: Rasmus Aaltonen

Student number: xxxxxxxx

Title: The financial performance of the Finland's largest food companies

School: School of Business and Management

Degree programme: Business Administration / Financial Management

Supervisor: Kati Pajunen

Keywords: food industry, financial performance, financial ratio analysis, profitability

This study examines the financial performance of the Finland's biggest food companies. The companies for the study are Atria Oyj, HKScan Oyj, Oy Karl Fazer Ab and Valio Oy. The research period for the study is 2007-2016. The objective of this study is to examine whether four of the largest food companies in Finland are profitable and financially efficient. The companies are compared as individuals, but also as a group, compared to the entire Finnish food sector.

The study has been executed as a comparative study, and the research method is a financial ratio analysis. The ratios of the study are the indicators of profitability, capital structure and liquidity. The research material is based on Amadeus financial statement database, company annual reports and news sources. The results are also supported by research papers and theory resources.

The results of the study show that the profitability of the Finland's largest food companies are profitable during the period under review, but there is room for improvement in the profitability of companies. Profitability ratios are mostly weak and occasionally unprofitable. Financially, companies are stable and efficient. Fazer's financial performance is clearly superior compared to other target companies.

Sisällysluettelo

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuksen taustat	1
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelmat	2
1.3	Tutkimuksen rajaukset	4
1.4	Tutkimuksen rakenne.....	5
2	Aineistot ja menetelmät	6
3	Elintarviketeollisuus	7
3.1	Elintarviketeollisuuden tilastoja	7
3.2	Elintarviketeollisuuden kilpailun ominaispiirteitä	8
3.3	Suomen neljä suurinta elintarvikeyritystä.....	8
3.3.1	Atria Oyj	9
3.3.2	HKScan Oyj	9
3.3.3	Oy Karl Fazer Ab	9
3.3.4	Valio Oy	10
4	Taloudellinen toimintakyky	11
4.1	Kannattavuus	12
4.1.1	Liiketulosprosentti	13
4.1.2	Nettotulosprosentti	14
4.1.3	Sijoitetun pääoman tuotto-prosentti	15
4.1.4	Oman pääoman tuotto-prosentti	16
4.2	Vakavaraisuus	16
4.2.1	Omavaraisuusaste	17
4.2.2	Nettovelkaantumisaste	18
4.3	Maksuvalmius	19
4.3.1	Quick ratio.....	20
5	Kohdeyritysten taloudellinen toimintakyky	22

5.1	Kohdeyritysten tuloslaskelma ja tase	22
5.2	Kohdeyritysten liike-tulosprosentti.....	23
5.3	Kohdeyritysten nettotulosprosentti	25
5.4	Kohdeyritysten sijoitetun pääoman tuotto-prosentti	27
5.5	Kohdeyritysten oman pääoman tuotto-prosentti	29
5.6	Kohdeyritysten omavaraisuusaste-prosentti	31
5.7	Kohdeyritysten nettovelkaantumisaste	33
5.8	Kohdeyritysten quick ratio	35
6	Yhteenveto ja johtopäätökset	38
	Lähdeluettelo	42

Kuvioluettelo

Kuvio 1. Taloudellisen toimintakyvyn osatekijät

Lyhenteet

ETL Elintarvikelaki, 19.05.2006/23

1 Johdanto

Abraham Maslow (1943, 4) totesi tutkimuksessaan, että ensimmäisenä ihmisen tarvehierarkiassa ovat fysiologiset tarpeet, johon kuuluu ruoka, juoma ja hengitysilma. Maslown teoriaan ja fysiologisiin faktoihin pohjautuen jokainen ihminen tarvitsee ruokaa sekä juomaa pysyäkseen elossa, joten sen takia koko elintarviketuotantoa ja -teollisuutta voidaan pitää välttämättömyytenä nykyajan maailmassa.

Elintarvikelain (ETL 23/2006) 2 luvun 7§:n 1 momentti määrittelee elintarvikeyritykseksi sellaisen yrityksen, joka tuottaa tuotteita, jotka ovat kaikilta ominaisuuksiltaan ihmisravinnoksi soveltuvia ja eivät aiheuta vaaraa ihmisterveydelle tai johda kuluttajaa harhaan. ETL:ssä on tarkasti määritelty, että elintarvikkeeksi luokitellaan vain ihmisravinnoksi kelpaava tuote. Muutenkin alan sääntely on erityisen tarkkaa ja sääntöjä kehitetään jatkuvasti. Esimerkiksi viimeisen kymmenen vuoden aikana ETL:a on muutettu yli 20 kertaa ja vuonna 2017 suunnitellaan ETL:n kokonaisuudistusta. Elintarviketurvallisuusvirasto (Evira) valvoo aktiivisesti elintarvikeyritysten tuotantoa ja tuotannossa käytettäviä raaka-aineita. (Maa- ja Metsätalousministeriö 2017)

Tilastokeskuksen (2017) mukaan vuonna 2015 suomalaiset kotitaloudet kuluttivat menoistaan 12,40 prosenttia elintarvikkeisiin ja alkoholittomiin juomiin, joka on toiseksi suurin kuluerä asumisen ja energian jälkeen. Tilastokeskuksen tutkimus selittääkin sitä, että elintarviketeollisuus näkyy päivittäisessä elämässä sekä katukuvassa. Ruokaa ja juomaa on tarjolla lähes missä vain, joko kaupan tai ravintolan muodossa. Kauppojen ja ravintoloiden tuotteet eivät ilmesty tyhjästä, vaan joku elintarvikeyritys tuottaa ja toimittaa tavaran kauppaan.

1.1 Tutkimuksen taustat

Elintarviketeollisuutta voidaan pitää melko vakaana toimialana, sillä ala ei reagoi suuresti suhdannevaihteluihin. Alan yritysten tulee kuitenkin valppaasti tarkkailla maailmalla kehittyviä ruoka- ja juomatrendejä, jotta yritykset pystyvät vastaamaan suosittujen elintarvikkeiden kysyntään. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 28) Valtioneuvoston (2017, 8) tekemän tutkimuksen mukaan, tämän hetkisinä Suomen megatrendeinä voi-

daan pitää muun muassa paikallisuutta ja luomuruokaa sekä ihmisen terveyden korostamista elintarvikkeissa. Elintarviketeollisuusyritysten tutkimisesta tekee mielenkiintoista alan välttämättömyys, mutta myös sen kehittyminen ja trendien vaihtelevuus.

Suurin kiinnostus elintarvikealan ja sen yritysten tutkimukseen syntyi tämän hetkisen työpaikan kautta. Työskentelen elintarvikealan raaka-aineiden jakelijana ja valmistajana toimivassa yrityksessä. Työelämän kautta olen tutustunut alaan ja asiakasyrityksiin, jotka vaihtelevat Suomen suurimmista yrityksistä mikroyrityksiin. Työn ja alan tutkiminen on herättänyt kysymyksen, että onko elintarvikealalla toiminen taloudellisesti kannattavaa, varsinkin suurien yritysten tapauksessa, ja miten suuret pysyvät vuodesta toiseen suurena.

Elintarvikealaa tutkitaan paljon sekä alaa seurataan aktiivisesti. Muun muassa Elintarviketeollisuusliitto julkaisee jokainen neljännes uuden katsauksen alasta, mutta yrityskohtaista tarkkailua tai tutkimuksia on vähemmän. Elintarviketeollisuusliiton (2017) tutkimuksen mukaan elintarviketeollisuus on EU:n säännelty ala, joka aiheuttaa alalle jatkuvasti uutta lainsäädäntöä ja viranomaisohjeita.

Suurin osa Suomen elintarvikeyrityksistä, varsinkin suuret yritykset ovat vanhoja ja perinteikkäitä yrityksiä, joista löytyy paljon tutkimusaineistoa ja monen vuoden ajalta vuosikertomuksia. Tutkimus ei ole jatkoa jo tehdyille tutkimuksille, mutta sen tavoitteena herättää kysymyksiä ja ajatuksia mahdollisiin jatkotutkimuksiin.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelmat

Tässä tutkimuksessa on tavoitteena tutkia Suomen suurimpien elintarvikeyritysten taloudellista toimintakykyä vuosina 2007-2016 eli kymmenen viimeisimmän tilikauden ajalta. Yritysten toimintakykyä tarkastellaan tutkimuksessa taloudellisesta näkökulmasta. Pyrkimyksenä on tehdä kokonaisvaltaista tarkastelua neljän Suomen liikevaihdoltaan suurimman yrityksen taloudellisista luvuista. Taloudellisen toimintakyvyn osa-alueiden tarkastelulla pyritään saamaan informaatiota yrityksen taloudellisesta menestyksestä (Neely 2002, 3).

Taloudelliseen toimintakykyyn liittyy kaksi suurempaa osa-aluetta, joita ovat kannattavuus ja rahoitus. Rahoituksen osa-alue jaetaan kahteen alueeseen: vakavaraisuuteen

ja maksuvalmiuteen. Tutkimuksessa kannattavuutta, vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta tutkitaan niitä mittaavilla tunnusluvuilla. Tunnuslukuja käytetään analysoitaessa yritysten taloutta. Lisäksi ne ovat hyödyllisiä yrityksen historian kuvaamisessa ja samalla toimialalla toimivien yritysten vertailussa. Tunnuslukujen avulla voidaan löytää mahdollisia kehityssuuntia tai toimintoja, joissa yritys on onnistunut. (Leppiniemi, Leppiniemi & Kaisanlahti 2017) Tutkimuksessa kannattavuuden voidaan nähdä olevan suuremmassa osassa kuin rahoituksen osa-alueiden, mutta vakavaraisuus ja maksuvalmius tukevat kannattavuuden tarkastelua. Pelkällä kannattavuuden tarkastelulla voidaan saada suppeita ja harhaanjohtavia tuloksia. Vakavaraisuus ja maksuvalmius tuovat tarkasteluun rahoituksen lyhyen- ja pitkän aikavälin tehokkuutta. (Neely 2002, 5-6)

Päätutkimusongelma on käytännössä tutkimuksen otsikko muutettuna tutkimusongelmaksi. Käsite taloudellinen toimintakyky on päätutkimusongelmassa avattu kannattavuuden ja rahoituksen osa-alueiksi. Tutkimuksen päätutkimusongelmaa tarkastellaan eri näkökulmista, jotka muodostavat alatutkimuskysymyksiä. Päätutkimusongelma on muotoiltu seuraavasti:

”Onko Suomen suurimpien elintarvikeyritysten toiminta kannattavaa ja rahoituskellisesti tehokasta?”

Päätutkimusongelmasta muodostuu kolme alaongelmaa, joihin myös pyritään vastaamaan tutkimuksessa ja niiden kautta selittämään pääongelmaa. Alatutkimuskysymysten tarkoitus on tukea pääongelmaa, jotta kysymyksiin saadaan mahdollisimman uskottavat analyysit. Alatutkimusongelmat ovat:

”Toimivatko Suomen suurimmat yritykset samaan aikaan kannattavasti ja rahoituskellisesti tehokkaasti?”

”Onko Suomen suurimpien elintarvikeyritysten kannattavuuden, vakavaraisuuden tai maksuvalmiuden välillä merkittäviä eroja?”

”Mistä Suomen suurimpien elintarvikeyritysten tunnuslukujen mahdolliset erot johtuvat?”

Tutkimuksessa käytetään toimintakyvyn mittareita, jotta edellä mainittuihin tutkimusongelmiin olisi mahdollista saada vastauksia. Toimintakyvyn mittareita on taloudellisia sekä ei-taloudellisia. Tarkastelussa hyödynnetään pelkästään taloudellisia mittareita.

Tutkimuksen mittareita ovat taloudelliset tunnusluvut, joita esitellään tarkemmin seuraavassa luvussa. (Kaplan & Norton 1993, 3-5) Tutkimusongelmia tutkitaan taloudellisesti analyttisestä näkökulmasta, ja analyysi on numeraalisiin tuloksiin perustuvaa. Tunnuslukuanalyysin lukuja tulee tarkastella kokonaisuutena, eikä pelkästään yksittäisinä palasina.

1.3 Tutkimuksen rajaukset

Tutkimus on rajattu maantieteelliseltä alueeltaan Suomeen, koska yritysten tilinpäätökset ovat luotettavasti saatavilla ja alan toiminnasta löytyy paljon julkaisuja. Yritysten tarkastelu on rajattu Suomen suurimpiin eli neljään liikevaihdoltaan suurimpaan elintarvikevalmistajaan, joita ovat Atria Oyj, HKScan Oyj, Oy Karl Fazer Ab ja Valio Oy. Yritysten taloudellisen toimintakyvyn tarkastelu suoritetaan konsernitason tasolla.

Kohdeyritykset ovat kaikki viimeisen kymmenen vuoden ajalta liikevaihdoltaan 1,30 miljardin ja kahden miljardin euron välissä. Yritykset ovat rajattu neljään suurimpaan, koska kohdeyrityksistä seuraavaksi suurin liikevaihdoltaan on Paulig Ab, jonka vuosittainen liikevaihto on alle miljardi euroa. Pauligin liikevaihto on vuosittain vähintään 400 miljoonaa euroa pienempi kuin neljänneksi suurimman elintarvikeyrityksen, joten rajaus tehtiin neljään suurimpaan. (Amadeus 2017a, b, c, d & e) Tutkimuksen kohdeyritykset valikoituivat joukosta, koska ne ovat kaikki liikevaihdoltaan selvästi suurimpia ja toimivat ainoastaan elintarvikealalla, vaikka toimivat eri elintarvikkeiden tuottajina.

Aikajänteenä tutkimuksessa käytetään viimeistä kymmentä tilikautta eli vuodesta 2007 vuoteen 2016. Kymmenen vuoden rajauksesta voidaan nähdä yhteisiä vaihteluja tai eri ilmiöiden vaikutuksia, mutta rajattu aikajänne ei ole liian laaja, ettei informaatiota tutkimukseen olisi liikaa. Myös tarkasteluajana maailma on teknologian myötä kehittynyt vielä globaalimmaksi kuin aikaisemmin sekä tiedonkulku on nopeutunut. Muuan muassa elintarvikealan eettisyys, turvallisuus ja robotiikka on kehittynyt viimeisen kymmenen vuoden aikana merkittävästi ja jatkaa edelleen kehittymistään. (Gormley 2016, 224-225)

Yritysten taloudellinen tarkastelu on rajattu kannattavuuteen, vakavaraisuuteen sekä maksuvalmiuteen, jotka yhdessä tarkasteltuna täydentävät toisiaan. Taloudellisen toi-

mintakyvyn osa-alueita tarkastellaan taloudellisten tunnuslukujen avulla. Kannattavuuden tunnuslukuja tutkimuksessa ovat *liikevoittoprosentti*, *nettotulosprosentti*, *sijoitetun pääoman tuottoprosentti* ja *oman pääoman tuottoprosentti*. Vakavaraisuuden tarkastelu suoritetaan *omavaraisuusaste*prosentilla sekä *nettovelkaantumisasteella*. *Quick ratio-luku* on maksuvalmiuden tarkastelussa käytettävä tunnusluku.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus rakentuu kuudesta luvusta. Ensimmäinen luku on tutkimuksen johdantoa ja taustaa. Luvussa kaksi esitellään tutkimuksen aineistot ja menetelmät, jossa tutkimuksen toteuttamistapa esitellään ja saadaan lukijalle selväksi. Seuraavaksi luvussa kolme käsitellään elintarvikealaa ja alan sisältämiä tilastoja tarkemmin. Kolmannessa luvussa esitellään myös tutkimuksen kohdeyritykset ja pieni katsaus yritysten historiasta. Kolmannen luvun jälkeen alkaa tutkimuksen teoria, jossa selvennän taloudellista toimintakykyä sekä siihen kuuluvia osa-alueita. Neljännessä kappaleessa käsittelyssä on kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnuslukuja, joiden käsitteitä ja tarkoituksia selvennetään empiiristä osiota varten. Viides luku alkaa kohdeyritysten tuloslaskelman ja taseen tarkastelulla, jonka jälkeen siirrytään varsinaisten tunnuslukujen tarkasteluun. Tunnusluvuista on vuorossa ensimmäisenä kannattavuuden mittarit; liikevoittoprosentti, nettotulosprosentti, sijoitetun pääoman tuottoprosentti ja oman pääoman tuottoprosentti. Kannattavuuden jälkeen tarkastellaan vakavaraisuuden mittareita; omavaraisuusastetta sekä nettovelkaantumisastetta. Viimeisenä viidennessä luvussa tarkastelussa on maksuvalmius ja tunnuslukuna quick ratio. Kuudennessa ja viimeisessä kappaleessa on vuorossa tutkimuksen yhteenveto ja johtopäätökset, jossa kerrataan tulokset ja tehdään viimeiset johtopäätökset.

2 Aineistot ja menetelmät

Tutkimus suoritetaan vertailevana tutkimuksena (*Comparative Research*). Vertailevan tutkimuksen luonne riippuu vahvasti siitä, mihin tarkoitukseen se on tehty tai kuka on tutkimuksen tekijänä. Usein vertaileva tutkimus suoritetaan kvantitatiivisia tai kvalitatiivisia aineistoa käyttäen. Vertailevassa tutkimuksessa käytetään erilaisia ryhmiä tai yksiköitä, joita ovat esimerkiksi valtiot, yritykset, menetelmät tai toimialat. Yhtenä vertailevan tutkimuksen päätavoitteena on yhdenmukaisuuksien sekä erojen selittäminen. (Räsänen, Anttila & Melin 2005, 53-55, Bray, Adamson & Mason 2007, 15) Tämän tutkimuksen tavoitteena on vertailla Suomen suurimpiä elintarvikeyrityksiä ja selittää kohdeyritysten taloudellista toimintakykyä. Tutkimuksessa vertaillaan Atrian, HKScanin, Fazerin ja Valion taloudellista suoriutumista sekä selitetään niiden eroavaisuuksia ja yhdenmukaisuuksia. Kohdeyrityksiä tarkastellaan yksilöinä, mutta tuloksista tehdään myös johtopäätöksiä tarkastellen yrityksiä joukkona. Tavoitteena on myös hyödyntää elintarviketeollisuuden toimialan sisäisiä mittareita vertailussa.

Tutkimuksen aineistona käytetään Lappeenrannan teknillisen yliopiston tarjoamaa *Amadeus-tilinpäätöstietokantaa*, josta löytyy eurooppalaisten yhtiöiden tilinpäätösten erät sekä valmiiksi lasketut tunnusluvut. Mahdollisten erojen tai yhtäläisyyksien selitykseen aineistona käytetään yritysten vuosikertomuksia sekä eri uutislähteiden informaatiota. Vertailevan tutkimuksen tuloksia pyritään myös tukemaan tieteellisiä tutkimuksia apuna käyttäen, joilla voitaisiin selittää yritysten tai alan toimintaa.

Tutkimuksessa aineiston vertailu suoritetaan tunnuslukuanalyysin avulla. Tunnusluvut ovat työvälaineita, joilla yritykset ja niiden sidosryhmät pystyvät analysoimaan yritysten taloudellista toimintakykyä sekä niiden asemaa markkinoilla. Yleisesti mediassa esiintyvät yritysten taloudellinen arviointi perustuu tunnuslukuanalyysin menetelmiin. Tunnusluvut mahdollistavat yrityksille taloudellisen suorituskyvyn laaja-alaisen arvioinnin, joiden tavoitteena on auttaa yritystä löytämään mahdolliset heikkoudet tai avaimet menestykseen. Yrityksiä ja niiden toimintakykyä vertailtaessa on tärkeää muistaa, että yritysten tulisi toimia samalla toimialalla. Tunnuslukujen osatarkoituksena on muuntaa yritysten rahamääräinen arvo vertailukelpoiseksi eri kokoisia yrityksiä vertailtaessa, mutta valmiiksi samankokoisten yritysten vertailu antaa luotettavampia tuloksia. Vertailussa on myös muistettava, että yritysten mittareiden tuloksia vertaillaan samalta ajanjaksolta. (Seppänen 2011, Niskanen & Niskanen 2013, 55)

3 Elintarviketeollisuus

Euroopan unionin toimialaluokitus NACE Rev. 2 (2013) luokittelee elintarviketeollisuuden toimialan yhdeksään kategoriaan. Kategoriat ovat liha, kala, hedelmät ja vihannekset, öljyt ja rasva, maitotuotteet, vilja, eläinrehu, juomat ja muut ruokatuotteet. Näitä tuotteita tai tuotetta valmistavat yritykset luokitellaan toimialaltaan elintarviketeollisuuteen. Tutkimuksen kohdeyritykset on helppo jakaa omaan kategoriaansa. Ne toimivat selkeästi edellä mainituissa kategorioissa. Fazer ja Valio voidaan sijoittaa useampaan edellä mainittuun kategoriaan, mutta Atrian ja HK:n voidaan nähdä kuuluvan yhteen selkeään kategoriaan.

3.1 Elintarviketeollisuuden tilastoja

Kokonaisuudessaan elintarvike- ja juomateollisuus on Suomen neljänneksi suurin teollisuudenala metalli-, kemian- ja metsäteollisuuden jälkeen. Elintarviketeollisuus on vuorostaan teollisuudenaloista Suomen suurin kulutustavaroiden valmistaja, ja koko elintarviketeollisuuden liikevaihto 11,20 miljardia euroa. Elintarviketeollisuus työllistää Suomessa lähes 38 000 ihmistä. (ETL 2016 & 2017, 3).

Valtioneuvoston (2017, 34) mukaan Suomen elintarviketeollisuuden kustannuskilpailukyky on hyvä ja johtaa muun muassa Saksaa, Tanskaa ja Ruotsia toiminnan kannattavuudessa. Suomessa toimivien yritysten kannattavuuden synty voidaan nähdä johtuvan alhaisista raaka-aine- ja työvoimakustannuksista. Suomessa elintarvikealalla saadaan kustannuksiin verrattuna tuotteista korkea tuotto. Suomen elintarviketeollisuuden kokonaistuottavuus ja työn tuottavuus ovat Pohjoismaita jäljessä, joka tiputtaa teollisuuden alan bruttoarvonlisäyksen potentiaalia. (Valtioneuvosto 2017, 34)

Taloussivusto Forbesin (2017) mukaan maailman kolme suurinta elintarvikeyritystä järjestyksessä ovat Nestlé, Pepsico ja Coca-Cola, jotka kaikki löytyvät myös koko maailman sadan suurimman yrityksen listalta. Nestlén, Pepsicon ja Coca-Colan tuotteet ovat tuttuja lähes koko maailmalle, jonka takia niiden brändit lukeutuvat maailman tunnetuimpiin kuluttajabrändeihin. Näiden kolmen maailman suurimman elintarvikeyrityksen liikevaihto on monikymmenkertainen verrattuna tutkimuksen kohdeyrityksiin. Muun muassa Nestlén liikevaihto vuonna 2016 oli yli 75 miljardia euroa.

3.2 Elintarviketeollisuuden kilpailun ominaispiirteitä

Suomessa toimii noin 1700 elintarvikeyritystä ja näiden lisäksi Suomessa toimii noin tuhat elintarvikealan mikroyritystä maatalojen yhteydessä (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 31). Tilastoista voidaan huomata, että pelkästään Suomessa alalla toimii paljon yrityksiä, jotka kaikki kilpailevat samoista asiakkaista. Elintarviketeollisuudessa kilpailu ulottuu valtion rajojen ulkopuolelle. Kotimaan kilpailulla ja ulkomaan kilpailulla on vahva yhteys toisiinsa, kun elintarviketeollisuuden kilpailua tarkastellaan. Kotimaan rajojen ulkopuolelle ulottuva kilpailu tuo yrityksille uusia mahdollisuuksia sekä uhkia. (Pitts & Traill 1998, 1-3) Tutkimuksen kaikki kohdeyritykset toimivat Suomen naapurivaltioissa aktiivisesti eivätkä ole rajoittaneet omaa toimintaansa pelkästään kotimaan markkinoille. Atria, HK, Fazer ja Valio eivät ole maailmanlaajuisesti tunnistettavia brändejä, mutta Suomessa erittäin tunnettuja.

Suomessa ja maailmalla elintarvikealaa pidetään taloudellisesti vakaana teollisuudenalana, mutta erilaiset trendit tai kriisit saattavat nopeasti muuttaa alalla menestyviä yrityksiä. Yhtenä esimerkkinä merkittävästä kriisistä elintarviketeollisuudessa ovat erilaisten sairauksien leviäminen. Vuonna 2004 ”hullun lehmän tauti” levisi ympäri Eurooppaa isobritannialaisesta karjasta, jonka takia muun muassa Ranskan valtio kielsi väliaikaisesti isobritannialaisen karjan tuonnin maahan. (Doeg 2005, 143-144) Edelle mainitun kaltaiset tapahtumat luovat elintarvikealalle epävarmuutta ja vaihtelua yritysten liiketoimintaan.

3.3 Suomen neljä suurinta elintarvikeyritystä

Tutkimukseen valikoitui neljä liikevaihdollisesti Suomen suurinta yritystä, joilla kaikilla on pitkä historia alalta. Jokainen tutkimuksen kohdeyrityksistä on saanut alkunsa jo ennen Suomen itsenäistymistä. Yrityksistä Atria ja HKScan toimivat lähes täysin samalla toimialalla, mutta muuten kohdeyritykset ovat eri elintarvikealan kategorioissa. Atria sekä HKScan toimivat liha- ja siipikarjanvalmistuksessa, kun taas Fazer toimii makeis-, leipomo- ja ruokapalveluiden kategoriassa. Valio toimii maitotuotteiden ja maidontuotannon alalla.

Tutkimuksen kohdeyritykset ovat Suomessa erittäin tunnettuja ja kuluttajille tuttuja jokapäiväisessä arjessa. Markkinointi & Mainonta -lehden (2017) tekemän tutkimuksen mukaan Suomen arvostetuin brändi on Fazerin sininen suklaalevy ja itse Fazer tuotemerkki on listassa kolmantena. Valion voi sijoittuu tutkimuksessa yhdeksänneksi.

3.3.1 Atria Oyj

Atria on saanut alkunsa vuonna 1903, jolloin se aloitti nimellä Kuopion Karjamyynti-
osuuskunta (Atria Oyj 2017a). Atria on Pohjoismaiden, Baltian ja Venäjän suurimpia
liha-alan yrityksiä, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1994. Vuonna 2016 Atrian
liikevaihto oli 1,35 miljardia euroa. Liikevaihdosta noin 70 prosenttia muodostuu Suo-
men myynnistä. Atria on viime vuosina etsinyt aktiivisesti uusia markkinoita ja vuonna
2016 Kiinan viranomaiset myönsivät Atrialle sianlihan vientiluvan Kiinaan, joka on
avannut yritykselle suuret markkinat. (Atria Oyj 2017b, 2-4)

3.3.2 HKScan Oyj

HKScan on myös Atrian tapaan liha-alan johtavia yrityksiä Pohjoisessa-Euroopassa.
Vuonna 2016 HKScanin liikevaihto oli noin 1,87 miljardia euroa eli yli puoli miljardia
suurempi kuin suoran kilpailijansa Atrian. Liikevaihdollisesti suurin maantieteellinen
alue on Atrian tapaan Suomi, joka edustaa noin 43 prosenttia liikevaihdosta, mutta
Ruotsi on vain muutaman miljoonan perässä. (HKScan Oyj 2017b, 2-9) Yritys ei Atrian
tapaan ole aloittanut toimintaansa HKScan nimellä vaan vuonna 1913 perustettu Lou-
nais-Suomen Osuusteurastamo kehittyi vuosien myötä suureksi pörssiyhtiöksi nimeltä
HKScan Oyj (HKScan Oyj 2017a).

3.3.3 Oy Karl Fazer Ab

Fazer on tutkimuksen kohdeyrityksistä kaikkein vanhin. Se on perustettu vuonna 1891
Karl Fazerin toimesta ja se on siitä lähtien pysynyt perheyriksenä. Tilikautena 2016
Fazerin liikevaihto oli 1,60 miljardia euroa. Myös Fazerin liikevaihto muodostuu suu-
rimmaksi osaksi Suomessa tapahtuvasta liiketoiminnasta, jonka osuus on noin 55 pro-
senttia. Fazer ei ole listautunut Helsingin pörssiin, kuten Atria ja HKScan, minkä syynä

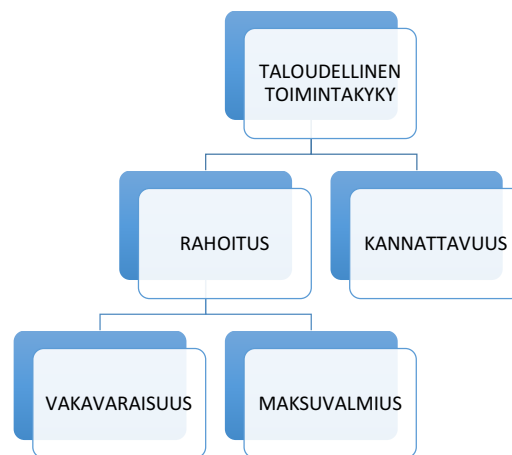
voidaan olettaa olevan perheomistuksen pitämisen helpottaminen. (Oy Karl Fazer Ab 2017, 3-6)

3.3.4 Valio Oy

Valio on perustettu vuonna 1905 seitsemäntoista osuuskunnan toimesta. Valio on sittemmin muuttanut yhtiömuotoaan osakeyhtiöksi, mutta yrityksen omistaa edelleen seitsemäntoista osakasta. Valion liikevaihto tilikautena 2016 oli noin 1,64 miljardia euroa, mutta liikevaihdon Suomen osuutta ei vuosikertomuksesta saa selville. (Valio Oy 2017) Valio toimii aktiivisesti Pohjoismaissa, Baltiassa ja Venäjällä, mutta omistaa myös tytäryritykset Kiinasta ja Yhdysvalloista, joissa olevat tytäryritykset ovat kuitenkin pieniä toimijoita. (Valio Oy 2017).

4 Taloudellinen toimintakyky

Taloudellisen toimintakyvyn (*Financial Performance* tai *Economic Performance*) synonyyminä voidaan pitää myös käsitettä *taloudellinen suorituskyky*. Taloudellinen toimintakyky muodostuu yrityksen kannattavuudesta sekä sen rahoituksesta. Toimintakykyä arvioidaan sen osa-alueita tarkastelevilla mittareilla. Taloudellisen toimintakyvyn mittarit ovat talousjohdon apuvälineitä, joiden avulla pyritään parhaaseen mahdolliseen toimintakykyyn. Hyvän taloudellisen toimintakyvyn tavoittelua voidaan pitää jopa yrityksen tärkeimpänä tavoitteena. (Neely 2002, 3-4, Niskanen & Niskanen 2013, 55)



Kuvio 1. Taloudellisen toimintakyvyn osatekijät (Leppiniemi et al. 2017)

Taloudellinen toimintakyky mittaa yrityksen mittaushetken taloudellista tilannetta. Yrityksen toimintakyvyn mittaamiseen usein liitetään myös kasvun tarkastelu. (Healy, Pa-lepu & Rubak 1992, 140-142) Tutkimuksessa kasvun tarkastelu jätetään pois, koska kohdeyritykset ovat toimineet alalla jo monien vuosien ajan, jonka aikana ovat saavut-taneet kypsyysvaiheensa. Kypsyysvaiheessa yrityksen kasvu hidastuu ja se alkaa va-kiinnuttaa paikkaansa markkinoilla. Uusia asiakkaita tulee samaa vauhtia kuin uusia poistuu (Puusa, Reijonen, Juuti & Laukkanen 2013, 106). Kannattavuuden tunnuslu-kujen yhteydessä tarkastellaan kasvuun liittyviä seikkoja.

Neely (2002, 5-6) toteaa tutkimuksessaan yritysten taloudellisen suunnittelun olevan tärkeää, kun toimintakykyä pyritään parantamaan. Suunnittelussa yritysten tulee kiin-nittää huomiota jokapäiväiseen kassavirtaan, joka mahdollistaa yritysten maksuval-miuden ja selviytymisen jokapäiväisistä liiketoiminnallisista kuluista. Toisena tutkimuk- sessa mainitaan huomion kiinnittäminen yrityksen kannattavuuteen, jotta toiminta on

kestävää ja voitollista sekä jotta vakavaraisuus parantuu tuottojen myötä. Toimintakyvyn eri osa-alueet linkittyvät vahvasti toisiinsa siten, että kun kannattavuus on heikkoa, niin yleensä myös vakavaraisuus laskee tai kannattavuuden noustessa vakavaraisuuden taso paranee. (Neely 2002, 3-6)

Viime vuosien tutkimuksissa taloudellisen toimintakyvyn yhteyttä ympäristövastuulliseen toimintaan on selvitetty. Burgos-Jimenezin, Vazquez-Brustin, Plaza-Ubedan ja Dijkshoornin (2013, 1003-1005) tutkimuksessa todettiin, että ympäristövastuullisuudella on positiivinen korrelaatio yrityksen taloudelliseen suorituskäyttöön. Tutkimus suoritettiin Walesissa, jossa yritysten tuottoprosentit olivat parempia, mitä aktiivisempaa oli ympäristövastuullisuus ja –suojelu. Ympäristöjohtamisella ja taloudellisella suorituskäytöllä ei löydetty olevan yhteyttä. Suomessa elintarvikeyrityksissä kiinnitetään entistä enemmän huomioita ympäristövastuuseen. Muun muassa kiinnostus ympäristövaikutuksiin, raaka-aineiden alkuperään ja eläinten hyvinvointiin on kasvanut 2000-luvulta alkaen. (Hellman & Simola 2016, 4)

Eri aloilla ja alueilla on kuitenkin huomattu, että ympäristövastuulla ei olisi vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen. Esimerkiksi, Hirokin ja Keisuken (2011, 1698) tutkimuksessa japanilaisten valmistusyritysten taloudellisen toimintakyvyn ja ympäristövastuun välille ei löydetty merkittävää yhteyttä.

4.1 Kannattavuus

Taloustieteellisessä ajattelutavassa kannattavuuden absoluuttisena mittarina on yrityksen luoma tulos, joka voi olla joko voitollinen tai tappiollinen (Leppiniemi et al. 2017). Yritys pyrkii tuottamaan liiketoiminnallaan enemmän tuloja kuin tulojen hankkimiseen kuluu menoja. Yrityksellä tulisi pitkällä aikavälillä olla enemmän tuloja kuin menoja, jotta toiminta olisi kannattavaa ja jotta toimintaa pystyttäisiin jatkamaan. Yksinkertaistettuna kannattavuuden mittaamisessa vertaillaan yrityksen tuottamia tuloja ja menoja sekä vertaillaan niiden erotusta eri pääoman eriin. (Kallunki & Kytönen 2002, 74) Jokainen tutkimuksen kohdeyritys on toiminut elintarvikemarkkinoilla jo pitkään, joten yritykset ovat pitkällä aikavälillä toimineet sen verran kannattavasti, että yritysten toiminta

on jatkunut vuosikymmeniä. Tutkimuksessa aikavälinä toimii vain viimeisen kymmenen tilikauden mittainen ajanjakso, josta tarkastelemme kohdeyritysten viime vuosien kannattavuutta.

Kannattavuuden tarkastelu voidaan jakaa kahteen osaan, joita ovat absoluuttinen ja suhteellinen kannattavuus. Suhteellinen kannattavuus on absoluuttisen kannattavuuden suhteuttamista johonkin yrityksen rahoituksen osaan, kuten omaan pääomaan. Absoluuttinen kannattavuus on tietty luku, joka on tuottojen ja kustannusten erotus, kuten liikevoitto. (Neilimo & Uusi-Rauva 2005, 273) Leppiniemi et al. (2017) jaottelevat suhteellisen kannattavuuden mittarit kahteen eri ryhmään, voittoprosentteihin ja pääoman tuottoprosentteihin. Voittoprosentti-tunnuslukuja ovat muun muassa liikevoittoprosentti ja pääoman tuottoprosentteja ovat esimerkiksi sijoitetun sekä oman pääoman tuottoprosentit. Tutkimuksessa käytetään molempia suhteellisen kannattavuuden mittareita eli voittoprosentteja sekä pääoman tuottoprosentteja.

Eriotisin, Frangoulin ja Ventoura-Neokosmidesin (2011, 329-330) tutkimuksessa todettiin, että usein tulorahoituksella rahoitetut investoinnit ovat kannattavampia kuin vieraan pääoman ehtoista rahoitetut. Tutkimuksessa tulorahoituksella rahoitetut toimivat yritykset kannattavammin kuin vieraan pääoman ehtoista rahoitusta käyttävät. Vieraan pääoman ehtoista rahoitukselle tehtyjen investointien edut ovat pienempiä kuin vieraan pääoman kustannukset. Yrityksen toimiessa kannattavasti se tekee tilikaudella tuottoa, joka on yritykselle tulorahoitusta ja joka kartuttaa yrityksen varoja. Yritys hyödyntää pääomaansa usein uusiin investointeihin, jotka voidaan rahoittaa joko vieraalla tai omalla pääomalla.

4.1.1 Liiketulosprosentti

Liiketulosprosentti (*Operating Profit Margin* tai *EBIT-margin*) on yleisesti käytetty kannattavuuden mittari, joka kertoo varsinaisen liiketoiminnan tuloksen suhteen liikevaihtoon. Tunnusluku on vahvasti toimialakohtainen, kuten moni muukin analyysissä käytetty mittari, mutta soveltuu samalla toimialalla toimivien vertailuun. (Elliot & Elliot 2011, 702) Liiketuloksesta ei ole vähennetty rahoituskuluja ja veroja, joten luku kertoo, kuinka paljon on liikevaihdon ja liiketoiminnan kulujen erotus. Liiketulos suhteutetaan liikevaihtoon, joka on koko yrityksen varsinaisesta liiketoiminnasta saatavat myyntituotot,

josta on vähennetty arvonlisävero. Tunnusluku antaa informaatiota yrityksen hinnoitteluvoimasta sekä toiminnan kustannustehokkuudesta. (Seppänen 2011, Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 18)

Elintarvikealan yrityksen tilanteessa liiketulosprosentti kertoo, kuinka paljon tuotteen myynnistä jää katetta, kun kaikki tuotteeseen kohdistuvat kustannukset vähennetään tuotteesta. Liiketulosprosentti antaa informaatiota juuri siitä, millä tasolla yrityksen varsinainen liiketoiminta operoi. Liiketulosprosentti tuo tutkimukseen operatiivisen kannattavuuden tarkastelua, mikä antaa erilaista näkökulmaa verrattuna pääoman tuotto prosentteihin. (Bragg 2007, 42-43)

Kaava 1. Liiketulos, % laskukaava

$$\text{Liiketulos, \%} = \frac{\text{Liikevoitto/tappio}}{\text{Liikevaihto}} \times 100$$

Liiketulosprosentin ollessa yli 10% on yrityksen liiketoiminta tehnyt suhteellisesti hyvää tulosta tilikaudella ja jos liiketulosprosentti menee alle 5% voidaan tulos luokitella heikoksi. Liiketuloksen ollessa negatiivinen on yrityksen liiketoiminnalliset menot olleet suurempia kuin sen tuottamat tulot. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 69)

4.1.2 Nettotulosprosentti

Tuloslaskelman lopussa näkyvä nettotulos tai tilikauden tulos kertoo, kuinka paljon yritykselle on jäänyt katetta koko omasta toiminnastaan. Nettotulos suhteutetaan liikevaihtoon, joka antaa informaatiota siitä, kuinka monta prosenttia yrityksen liikevaihdosta jää voitoksi tai kuinka paljon liikevaihto on liian pieni muuttaakseen tuloksen positiiviseksi. Liiketuloksesta poistetaan tai siihen lisätään rahoituserät ja verot, jolloin saadaan selville yrityksen tuottama nettotulos. Nettotulos loppujen lopuksi määrittää osakkeenomistajille maksettavan osingon määrän. (Vilkkumaa 2010, 47)

Nettotulosta usein pidetään tärkeimpänä lukuna, jonka avulla yrityksiä vertaillaan ja niiden taloudellinen menestys määritellään. Nettotuloksen tarkastelussa tulee kuitenkin olla tarkkana, koska se usein voidaan tulkita väärin, mistä syystä tehdään huonoja analyysejä. Yrityksen nettotulos voi olla tappiollinen ja silti yrityksen varsinainen liiketoiminta voi toimia erittäin voitollisesti. Yrityksellä voi olla tilikaudella paljon ei-operatiivisia kuluja, jotka ovat kertyneet kyseiselle tilikaudelle. Tappiollisesta nettotuloksesta

voidaan tehdä johtopäätöksiä, että yrityksen liiketoiminta on heikkoa ja että se on vaikeuksissa, vaikka tosiasiallisesti näin ei ole. (Bragg 2007, 45-46) Liiketulosprosentin kanssa yhdessä tarkasteltuna nettotulosprosentista saadaan luotettavampaa informaatiota.

Kaava 2. Nettotulos, % laskukaava

$$\text{Nettotulos, \%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liikevaihto}} \times 100$$

Yritysten tavoitteena on tehdä voittoa. Varsinkin pitkällä aikavälillä nettotuloksen tulisi olla positiivinen, jotta yrityksen toimintaa on järkevää toteuttaa. Nettotuloksen ollessa positiivinen voidaan sitä pitää tyydyttävänä, ottaen huomioon yrityksen koko. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 69)

4.1.3 Sijoitetun pääoman tuottoprosentti

Sijoitetun pääoman tuottoprosentti antaa yritykselle informaatiota, kuinka liiketoiminnasta syntyvä tuotto on suhteessa tuottoa vaativaan pääomaan. Yrityksen tuottoa vaativia pääomia voivat olla joko oman pääoma tai korollinen vieras pääoma. Oman pääoman sijoittajilla on osingon tuottovaatimuksia ja korollisen pääoman velkojat taas haluavat korkoa omalle velkapääomalleen. (Vilkkumaa 2014, 45)

Sijoitetun pääoman tuottoa (*Return on Investment, ROI*) voidaan pitää yhtenä kannattavuuden tarkastelun tärkeimpänä tunnuslukuna, kun tunnuslukuja tarkastellaan sijoittajan näkökulmasta. Amerikkalainen kemianteollisuuden yritys DuPont Company oli ensimmäinen, joka mittasi yrityksen sijoitetun pääoman tuottoa. Malli on muokkaantunut ajan myötä ja siitä on kehitetty erilaisia versioita. (Kaplan 1984, 397-399) Tutkimuksessa kohdeyritysten sijoitetun pääoman tunnusluku on laskettu IFRS-standardien mukaisesti, jonka laskukaava nähdään Kaavasta 3.

Kaava 3. Sijoitetun pääoman tuotto, % laskukaava

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto, \%} = \frac{\text{Voitto/Tappio} + \text{Rahoituskulut}}{\text{Oma pääoma} + \text{Korolliset rahoitusvelat}} \times 100$$

Taloussivusto Balance Consulting (2017c) on antanut sijoitetulle pääomalle viitteelliset ohjearvot, jossa erinomaisen raja on yli 15%, hyvä 10-15%, tyydyttävä 6-10%, välttävä

3-6% ja heikoksi määritellään alle 3%. Joskus tappiollisen tuloksen tehneet yritykset voivat saada positiivisia tuloksia sijoitetun pääoman tuotto prosentista. Tämä voi johtua suurien rahoituskulujen ja verojen vaikutuksesta, jotka lisätään tulokseen tuottoa laskettaessa. (Balance Consulting 2017c)

4.1.4 Oman pääoman tuotto prosentti

Oman pääoman tuotto (*Return on Equity*, ROE tai *DuPont ratio*) mittaa yrityksen kannattavuutta pelkästään oman pääoman sijoittajan kannalta. Yrityksen tilikauden tuotto eli nettotulos suhteutetaan yrityksen oman pääoman määrään. (Kallunki & Kytönen 2002, 77-78) Oman pääoman tuoton tulos ilmoitetaan prosenttilukuna ja luku kertoo nettotuloksen suhteen yrityksen omaan pääomaan.

Oman pääoman tuotto prosenttia voidaan pitää tärkeänä tunnuslukuna ja se on sijoittajille merkityksellinen. Ihanteellisesti sidosryhmät sijoittavat yrityksiin, joissa on korkea oman pääoman tuotto, jotta yritys pystyy maksamaan tuottoja sijoittajalleen. (Rist & Pizzica 2015, 46 & 90) Tutkimuksen kohdeyrityksistä Atria ja HKScan ovat pörssiyrityksiä, joille sijoittajia löytyy enemmän, mutta luvun tarkastelu on yhtä hyödyllistä myös listaamattomille yrityksille.

Kaava 4. Oman pääoman tuotto, % laskukaava

$$\text{Oman pääoman tuotto, \%} = \frac{\text{Voitto/tappio}}{\text{Oma pääoma}} \times 100$$

Oman pääoman tuotto prosenttin tulisi vähintään olla oman pääoman tuotto vaatimuksen suuruinen, jotta katetaan sijoittajien vaatimukset. Balance Consulting (2017b) antaa oman pääoman tuotto prosentille viisiportaiset ohje arvot, jossa erinomainen on yli 20%, hyvä 15-20%, tyydyttävä 10-15%, välttävä 5-10% ja heikko alle 5%.

4.2 Vakavaraisuus

Pelkällä kannattavuuden tarkastelulla jää huomaamatta monia yritysten pitkäaikaiseen toimintaan vaikuttavia asioita. Vakavaraisuus tunnetaan myös nimillä velkaisuus, pääomarakenne tai rahoitusrakenne. Yrityksen taseen loppusumma muodostuu omasta

sekä vieraasta pääomasta, jonka suhdetta vakavaraisuuden tunnusluvut vertailevat. Yrityksen hyvä vakavaraisuus yleensä antaa sille itsenäistä päätösvaltaa ja auttaa selviämään huonoista ajoista ilman suurta velkarahaa. (Kallunki & Kytönen 2002, 80, Viilkumaa 2010, 50) Atria, HK, Fazer ja Valio ovat kaikki perustettu yli sata vuotta sitten ja ne ovat vieläkin aktiivisesti toiminnassa. Pitkäaikaisella liiketoiminnalla yritykset ovat saaneet kerättyä ainakin tyydyttävän määrän verran omaa pääomaa taseisiinsa. Yritystä voidaan sanoa vakavaraiseksi, jos sillä on omaa pääomaa niin paljon, että se selviää pitkällä aikavälillä vieraan pääoman koroista, vaikka tilikausien tulokset olisivat tappiollisia (Niskanen & Niskanen 2013, 59).

Vieras pääoma on rahoittajien sijoittamaa pääomaa yritykseen, joka sisältää takaisin maksettavaa korvausta tietyinä ajankohtana. Lisäksi siihen sisältyy koronmaksu. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen maksut päättää itse yritys. Yritys ajoittaa oman pääoman ehtoiset maksut tehdyn tuloksen sekä sen hetkisen maksukyvyyn mukaan. (Laitinen & Laitinen 2014, 118)

Optimaalisesta pääomarakenteesta on tehty monia tutkimuksia jo 1950-luvulta lähtien. Modigliani ja Miller (1958, 295-296) aloittivat tutkimukset optimaalisen pääomarakenteen tarkastelusta. He totesivat pääomarakenteen olevan merkityksetön yrityksen arvoon. Modigliani ja Miller (1963, 442) jatkoivat tutkimustaan optimaalisesta pääomarakenteesta. He totesivat yrityksen arvon maksimoituvan, kun yritys hyödyntää pääomarakenteen suunnittelulla oman verohyötynsä. Myöhemmissä tutkimuksissa on todettu optimaalisen pääomarakenteen olevan toimiala- ja maakohtaisia. Ward (1999, 184-185) tutki viidessä suurmaassa eri yritysten pääomarakennetta ja huomasi eroja muun muassa yritysten omavaraisuusasteessa, kannattavuudessa, koossa ja tuottavuudessa.

4.2.1 Omavaraisuusaste

Omavaraisuusaste mittaa yrityksen oman pääoman suhdetta sen koko varallisuuteen. Omavaraisuusasteesta voidaan vetää johtopäätöksiä yrityksen pitkän aikavälin maksuvalmiudesta sekä sen tappionsietokyvystä. Tilastojen mukaan omavaraisuusaste on selvästi tehokkain tunnusluku maksukyvyttömyyden ennakoinnissa. (Kallunki & Kytö-

nen 2002, 80-81, Laitinen & Laitinen 2014, 121) Yksinkertaisesti avattuna omavaraisuusasteen kaavasta saatava tulos kertoo, kuinka paljon koko pääomasta on omaa pääomaa.

Yrityksen omavaraisuusaste voi maksimissaan olla 100 prosenttia, jolloin koko pääomarakenne koostuisi pelkästään omistajien sijoituksista eli omasta pääomasta. Yrityksen rahoituksen kannalta oma pääoma on pääsääntöisesti vierasta pääomaa kalliimpaa korkeamman tuottovaatimuksen vuoksi. Omistajien korkeamman tuottovaatimuksen takia täysi omavaraisuus ei ole taloudellisesta näkökulmasta järkevää. Yritysten pääomarakenteen suunnittelu on omistajien päätettävissä, joten oman ja vieraan pääoman suhteet ovat rakenteeltaan erilaisia jokaisella yrityksellä. (Salmi 2004, 142)

Kaava 5. Omavaraisuusaste, % laskukaava

$$\text{Omavaraisuusaste, \%} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen loppusumma} - \text{Saadut ennakot}} \times 100$$

Yli 40%:n omavaraisuusastetta voidaan pitää hyvänä ja alle 20%:n heikkona, jolloin yrityksen taloudellinen vakaus on uhattuna. Liian korkea omavaraisuusaste voi kuitenkin kertoa yrityksen "ideaköyhyydestä" ja siitä, että pääomalle ei löydetä investointikohteita, jolloin pääoma on tuottamattomana tilillä. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 75-76) Salmi (2004, 142) kirjoittaa tutkimuksessaan, että ideaalisena omavaraisuusasteen arvona voidaan pitää 60 prosenttia, jolloin yrityksellä on pääomaa tehokkaasti käytössä, mutta se on silti vakavaraisella pohjalla.

4.2.2 Nettovelkaantumisaste

Nettovelkaantumisaste (*Net Gearing* tai *Gearing*) kuvaa yrityksen korollisen nettora hoitusvelan ja sen oman pääoman suhdetta, jonka tulos saadaan prosentteina (käytetään myös ei-prosenttimuodossa). Nettovelka on vieraan pääoman määrä, josta on vähennetty yrityksen rahat ja pankkisaamiset eli likvidit varat. Likvidien varojen vähentämisellä vieraasta pääomasta, tunnusluvulla pyritään tarkastelemaan yritystä tilanteessa, jossa se on käyttänyt kaikki likvidit varansa korollisten velkojen lyhentämiseen. Nettovelkaantumisaste mittaa puhtaasti yrityksen velkaantuneisuutta eli suhteuttaa sellaisia varoja omaan pääomaan, joista velkojat odottavat tuottoa. (Niskanen & Nis-

kanen 2013, 59, Leppiniemi et al. 2017) Nettovelkaantumisasteen tarkastelulla päästään astetta syvemmälle vakavaraisuuden ja rahoituksen tarkastelussa. Pelkkä oma-varaisuusasteen tarkastelu toisi liian kapean näkökulman tutkimukseen.

Korkean nettovelkaisuuden oletetaan vaikuttavan yrityksen kannattavuuteen negatiivisesti. Korkean velkaisuusasteen johdosta yritykset, joutuvat käyttämään resurssejaan velkojen takaisinmaksuun, kun velkoihin käytetyt varat voisivat olla tuottamassa yritykselle lisäarvoa. Yrityksen velkoihin käytetyt varat voisivat vaihtoehtoisesti olla kiinni sijoituksissa tai investoinneissa, jotka mahdollisesti parantaisivat yrityksen kannattavuutta. (Asimakopoulus, Samitas & Papadogonas 2009, 937, Goddard, Tavakoli & Wilson 2005, 1280-1281)

Kaava 6. Nettovelkaantumisaste, % laskukaava

$$\text{Nettovelkaantumisaste, \%} = \frac{\text{Korolliset nettorahoitusvelat}}{\text{Oma pääoma}} \times 100$$

Mitä korkeampi prosenttiluku laskukaavasta saadaan, sitä velkaantuneempi yritys on. Nettovelkaantumisasteen ohjearvoina voidaan käyttää luokittelua, jossa alle 10% on erinomainen, 10-60% hyvä, 60-120% tyydyttävä ja 120-200% välttävä. Heikolla tasolla tunnusluku menee yli 200% (Balance Consulting 2017a). Luokitteluja on erilaisia ja usein alle 100% nettovelkaantumisastetta voidaan pitää hyvänä tasona. Erittäin vakavaraisilla yrityksillä saattaa tunnusluku olla negatiivinen, jolloin rahavaroja on enemmän kuin velkoja. (Leppiniemi et al. 2017)

4.3 Maksuvalmius

Maksuvalmiuden mittarit arvioivat lyhytaikaisia velkoja ja sitä, kuinka yritys selviytyy sen jokapäiväisistä maksuvelvoitteista. Maksuvalmius tunnetaan myös nimellä likviditeetti, joka viittaa lyhytaikaiseen maksukykyyn. Vakavaraisuuden mittarit ovat enemmän pitkäaikaisen suunnittelun välineitä, kun maksuvalmiuden tunnusluvut mitaavat lyhytaikaista toimintaa. (Samuels, Brayshaw & Craner 1995, 16) Tutkimuksessa maksuvalmiuden mittari täydentää vakavaraisuuden mittareita ja tekee informaation analyysistä luotettavampaa.

Yritys voi joutua maksuvaikeuksiin, vaikka sen toiminta olisi kannattavaa ja pääomarakenne vakavarainen. Yrityksen maksuveloitteet saattavat langeta maksettavaksi, kun yrityksellä ei ole rahaa maksettavana, jolloin se ei ole maksuvalmis. Edellä mainittu tilanne viittaa siihen, että yrityksen maksuvalmius on heikossa kunnossa. Yrityksellä on hyvä maksuvalmius, kun se pystyy maksamaan maksuveloitteensa ajallaan ilman viiveitä tai maksuhäiriöitä. (Laitinen & Laitinen 2014, 124)

Osa yrityksen maksuvalmiudesta voidaan päätellä jo suoraan tase-erien summista. Taseessa olevat erät, kuten *Rahat ja pankkisaamiset*, *Rahoitusarvopaperit* ja *Vaihto-omaisuus* ovat kaikki maksuvalmiuden tarkastelussa huomioon otettavia eriä. Näiden tase-erien summista voidaan jo hieman päätellä, että millä tasolla on yrityksen maksuvalmius. Vaihto-omaisuus erän muutettavuus rahaksi on alakohtaista ja sitä ei aina pystytä luokittelemaan nopeasti realisoitavaksi eräksi. (Leppiniemi et al. 2017)

4.3.1 Quick ratio

Quick ratio on maksuvalmiuden tunnusluku, joka tunnetaan myös nimellä "acid test". Se mittaa yrityksen lyhyen aikavälin maksukykyä. Tunnusluku osoittaa, kuinka paljon yrityksellä on lyhyen aikavälin omaisuutta verrattuna lyhyen aikavälin velkoihin. Quick ratiassa lasketaan lyhyen aikavälin omaisuudeksi kaikki rahoitusomaisuus, joka on nopeasti muutettavissa rahaksi. Current ratio on toinen maksuvalmiuden mittari, jossa erona on, että lyhytaikaisiin varoihin lasketaan myös varaston arvo. Quick ratiassa jätetään varaston arvo laskematta, koska se ei kaikissa yrityksissä ole nopeasti muutettavissa rahaksi. Quick ratio mittaa vielä astetta lyhyemmän aikavälin maksuvalmiutta kuin current ratio. (Rist & Pizzica 2015, 9 & 89) Elintarvikeyritysten kohdalla on hyödyllistä käyttää juuri quick ratio -tunnuslukua current ration sijasta, koska alan yritysten varaston arvot ovat suuria ja eivät välttämättä helppoja muuttaa nopeasti likvideiksi varoiksi.

Kaava 7. Quick ratio, laskukaava

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

Quick ratio on tutkimuksen ainoa tunnusluku, joka ei mittaa tulosta prosentteina, vaan se antaa tuloksen pelkkänä numerona. Quick ratio tunnusluvun heikon tason ohjearvona voidaan pitää alle 0,5, jolloin yrityksellä voi olla vaikeuksia selviytyä maksuvelvoitteista omin avuin. Tyydyttävänä pidetään 0,5-1 väliä ja yli yhden arvo on hyvällä tasolla. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 81)

5 Kohdeyritysten taloudellinen toimintakyky

Tässä kappaleessa tutkitaan kohdeyritysten tilinpäätöksiä ja tarkasteluajanjakson tilikausien tunnuslukuja. Kaikki tarkastelussa käytettävät tunnusluvut on otettu Lappeenrannan teknillisen yliopiston tarjoamasta *Amadeus-tilinpäätöstietokannasta*. Tunnuslukujen kaaviot on luotu *Microsoft Powerpointin* ja *Microsoft Excelin* avulla käyttäen *Amadeus-tietokannan* tarjoamia lukuja. Kaikki yritysten tilikaudet ovat olleet kalenterivuoden pituisia. Ne ovat alkaneet 1. tammikuuta ja päättyneet 31. joulukuuta.

5.1 Kohdeyritysten tuloslaskelma ja tase

Kohdeyritysten liikevaihto on vuosittain keskiarvoltaan noin 1,6 miljardia per tilikausi. Suurimpana yksittäisenä liikevaihtona on HK:n vuoden 2012; 2,6 miljardin ja alhaisimpana Fazerin vuoden 2007; 1,2 miljardin liikevaihto. Tuloslaskelman kuluista suurin erä on kaikilla yrityksillä *Aineet ja tarvikkeet*, joka on hyvin ominaista suurille elintarviketeollisuudessa toimiville yrityksille (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 12-13). Fazerin *Henkilöstökulujen* määrä on lähellä aineiden ja tarvikkeiden erää, mutta muilla aineiden ja tarvikkeiden erä on selkeästi suurin kuluera. Fazerin suurempi henkilöstökulujen summa selittyy yksinkertaisesti henkilöstön määrällä. Fazerin henkilöstön määrä vuonna 2016 oli noin 13 000 työntekijää, kun muilla kohdeyrityksillä henkilöstön määrä oli 4000-7000 työntekijän välillä. (Amadeus 2017a, b, c & e)

Atrian, HK:n, Fazerin ja Valion taseiden varat ovat vuosittain noin miljardi euroa. Taseen vastaavaa puolen suuria eriä ovat *Aineelliset hyödykkeet* sekä *Vaihto-omaisuus*. Aineelliset hyödykkeet rakentuvat yrityksen omistamista tiloista sekä koneista. Vaihto-omaisuus erä koostuu elintarvikkeiden valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista ja valmiista tuotteista. Valion vastaavaa-puolen erä *Rahat ja pankkisaamiset* on viimeisinä vuosia ollut yli 200 miljoonaa, kun Fazerilla, HK:lla ja Atrialla erä on ollut maksimissaan 60 miljoonaa. Valion rahojen ja pankkisaamisten erän suuruus kertoo, että yrityksellä on paljon rahaa kassassa ja pankkitilillä tilinpäätöspäivänä. (Amadeus 2017a, b, c & e) Valion rahojen ja pankkisaamisten määrä viittaa erinomaiseen maksuvalmiuteen, mutta sitä tarkastellaan tutkimuksessa erikseen.

Vastattavaa-puolen tarkastelussa nousee heti esiin Fazerin *Pitkäaikaisen vieraan pääoman* määrä. Fazerin pitkäaikainen velka on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut alle 10 miljoonaa, kun muilla yrityksillä sama summa on noin 150-250 miljoonaa. Fazerin pitkäaikaisen velan vähyys kertoo yrityksen hyvästä vakavaraisuudesta sekä mahdollisesti siitä, että suuret ja pitkäaikaiset investointikohteet ovat viime vuosina olleet vähissä. (Leppiniemi et al. 2017) Oman pääoman määrä on yrityksillä ollut vuosittain 350-550 miljoonan välissä, jonne myös vieraan pääoman määrä myös sijoittuu. (Amadeus 2017a, b, c & e) Kokonaisuudessaan yritysten taseet ja tuloslaskelmat rakentuvat melko samanlaisista ja samankokoisista eristä, tiettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta.

5.2 Kohdeyritysten liike-tulosprosentti

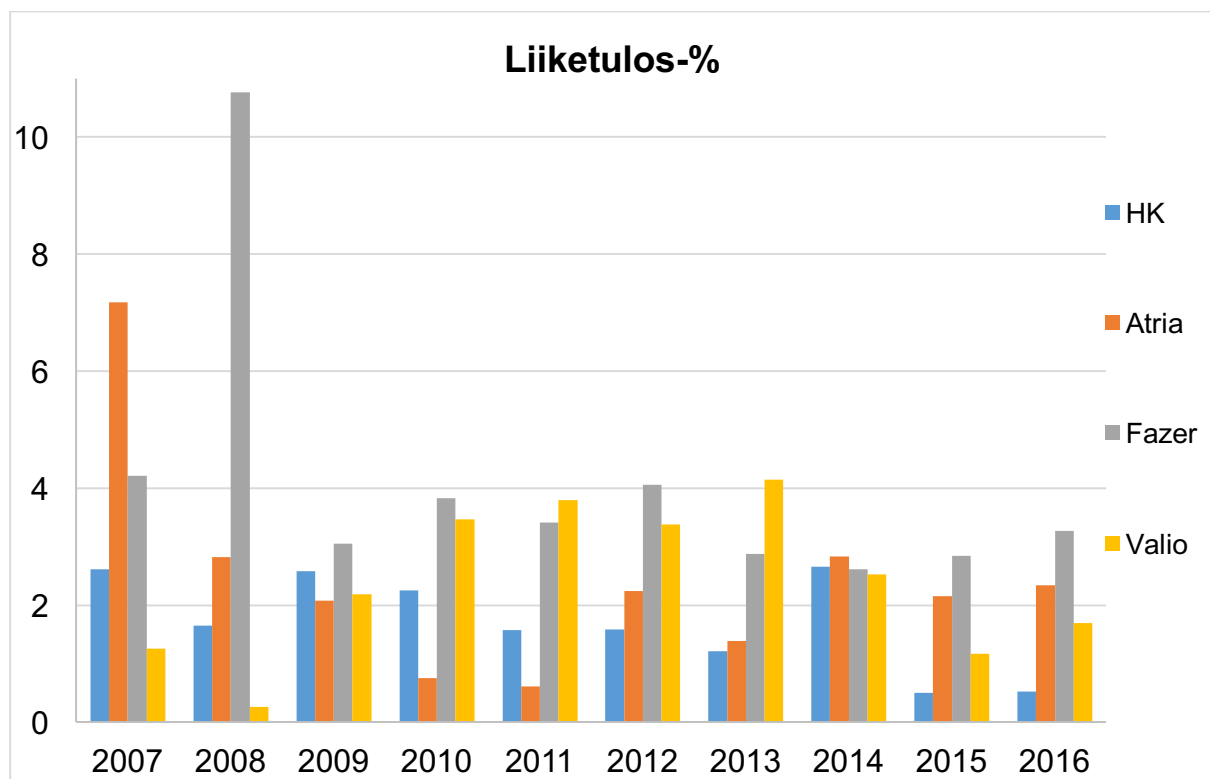
Kohdeyritysten liike-tulosprosenttia tarkastellessa voidaan heti alkuun huomata liike-tulosprosentin olevan positiivinen vuosittain kaikilla yrityksillä. Varsinainen liiketoiminta on vuosittain tuottanut yrityksille enemmän tuottoja kuin kuluja. *Kaaviosta 1* huomataan kaksi positiivisesti erottuvaa liike-tulosprosenttia. Atrian vuoden 2007 7,20 prosentin (95 miljoonaa euroa) ja Fazerin 10,80 prosentin (135 miljoonaa euroa) liike-tulokset, jotka molemmat ovat erittäin hyvällä tasolla ja tarkastelujakson ainoat yli 5 prosentin liike-tulokset.

Vuonna 2007 Atria vauhditti yritysostoilla oman tuloksensa muodostumista ostamalla ruotsalaisen AB Sardusin ja suomalaisen Liha-Pouttu Oy:n. Lisäksi Atria myi ydintoimintaansa kuulumattoman Svensk Snabbmat för Storkök AB:n. Venäjän liiketoiminta muuttui kannattavaksi hinnankorotusten sekä toiminnan tehostamisen ansiosta. (Atria 2008, 5) Fazerin vuoden 2008 korkea liike-tulosprosentti selittyy Fazer Makeisten paluuna konserniin, joka kasvatti konsernin markkina-aluetta. Myös Fazer teki merkittäviä yritysostoja. Yrityksen brändien vahvistamisen onnistuminen oli tärkeä osa yrityksen strategiaa ja tilikauden menestystä. (Oy Karl Fazer Ab 2009, 6-7)

Tunnusluvun tarkastelussa huomataan, että kohdeyritysten liike-tulosprosentit suurimaksi osaksi melko alhaista luokkaa. Fazerin tarkastelujakson keskiarvo 4,10 prosenttia on kohdeyrityksistä paras, joka on ohjearvoilla tarkasteltuna lähellä tyydyttävää tasoa, mutta vuoden 2008 liike-tulos nostaa prosenttia merkittävästi. Atrian 2,40 prosentin, HK:n 1,70 prosentin ja Valion 2,40 prosentin keskiarvot ovat ohjearvojen mukaan

heikkoa luokkaa. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 69) Elintarviketeollisuudelle ominaista on sen matalakatteisuus, koska viime vuosina markkinoilla on ollut kireää kilpailutilanne ja halvat hinnat. Myös elintarvikkeiden tuonti on lisääntynyt. Elintarvikkeiden halpoja hintoja voidaan osaksi selittää päivittäistavara-kauppojen omien merkkien-tuotetarjonnalla. Päivittäistavara-kaupat ovat lisänneet ”private-label” -tuotetarjontaansa ja myyvät tuotteita halvalla. Esimerkiksi Pirkka ja Rainbow ovat ruokakauppojen omia tuotemerkkejä. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 45)

Kaavio 1. Kohdeyritysten liike-tulos-% vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



Vuonna 2014 HK teki tarkastelujakson parhaan tuloksensa, joka oli noin 2,70 prosenttia. Tilikautena 2014 HK myi osuutensa puolalaisesta Sokolow-lihayhtiöstä, josta HK kirjasi 67 miljoonan euron myyntivoitot. Puolan kaupasta luopuminen paransi yrityksen vakavaraisuutta laskemalla nettovelkaantumisasastetta, mutta samalla se alensi vuosittaista liikevaihtoa noin 300 miljoonalla eurolla. Vuonna 2013 HK:n liikevaihto oli vielä noin 2,5 miljardia, kun vuosina 2015 ja 2016 liikevaihto on tippunut alle 2 miljardiin euroon. Liiketulosprosentti ollut molempina vuosina reilusti alle prosentin. (Yle Uutiset 2014, HKScan Oyj 2015, 5) HK:n kannalta dinvestointi on heikentänyt yrityksen viime vuosien kannattavuutta.

Työ- ja Elinkeinoministeriön (2016, 44) tutkimuksen mukaan Suomen elintarviketeollisuuden liike-tulosprosentin mediaani on noin kolme prosenttia vuodesta 2012 vuoteen 2015. Fazerin liike-tulosprosentin keskiarvo nousee ainoana yli kolmen prosentin mediaanin. Euroopan Unionin komission (2016, 56) selvityksen mukaan EU:n elintarvikeryitysten liike-tulosprosentin keskiarvo on vuodesta 2003-2012 ollut pienessä lasku-suhdanteessa noin 10-8 prosentin välillä. Kohdeyriytykset jäävät tarkasteluajanjaksolla selkeästi EU:n keskiarvosta ja vain parhaimpana vuotena 2008 Fazerin liike-tulospro-sentti on noussut yli EU:n keskiarvon. Liike-tulosprosentin tarkastelun perusteella koh-deyriytysten kannattavuutta ei voida pitää erityisen hyvänä, vaikka verrataan yrityksiä toimialan sisäisesti.

5.3 Kohdeyriytysten nettotulosprosentti

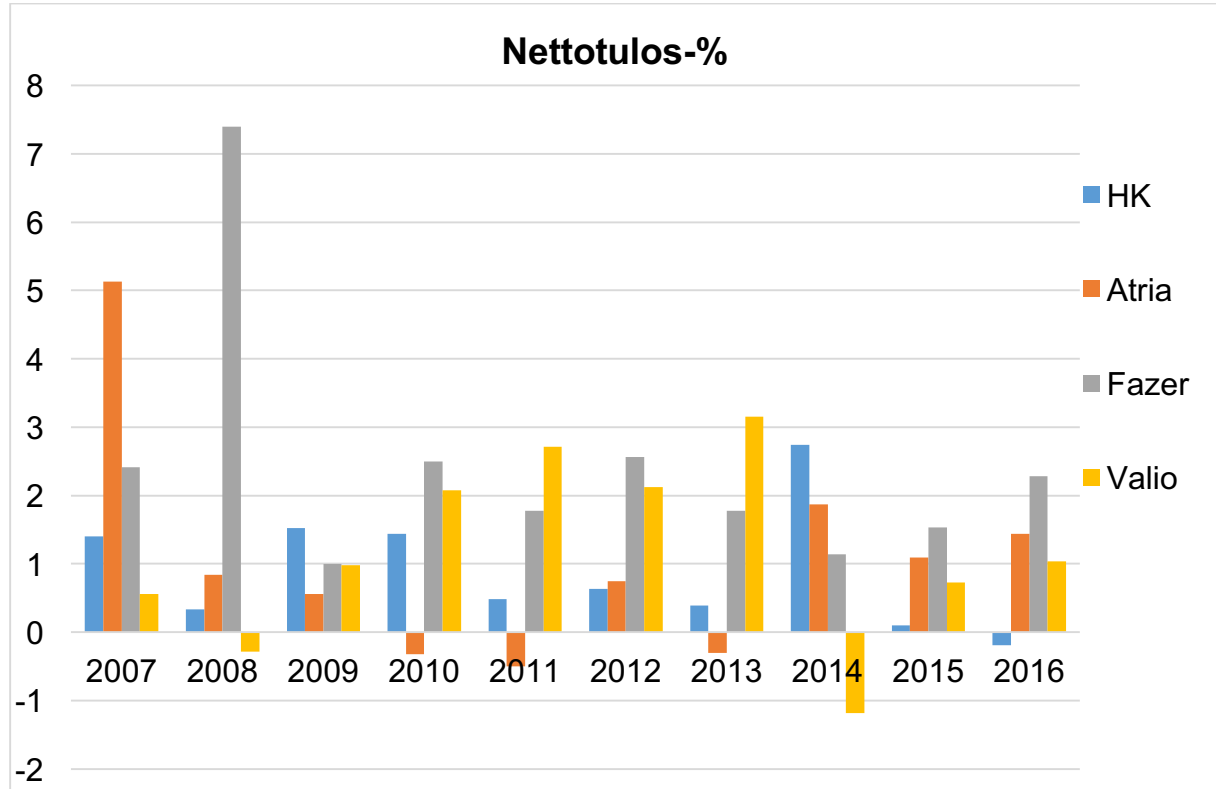
Nettotulosprosentin *Kaavion 2* pylväistä nähdään samanlaista kehitystä, kuten liike-voittopro-senttin tarkastelusta, mutta osa tuloksista on rahoituserien ja verojen jälkeen tippunut tappiollisiksi. Atrian tilikausi 2007 ja Fazerin tilikausi 2008 erottuvat taas tulok-sista positiivisesti. Negatiivisesti *Kaaviosta 2* erottuvat Valion vuodet 2008 ja 2014 sekä Atrian vuodet 2010-2011 ja 2013, jolloin nettotulos oli tappiollinen. Myös HK teki tilikautena 2016 tappiollisen tuloksen. Fazer on ainoa kohdeyriyty, joka on toiminut voitollisesti jokaisena tarkasteluajanjakson tilikautena.

Fazerin nettotulosprosentin keskiarvo viimeiseltä kymmeneltä tilikaudelta on 2,44 pro-senttia, joka on kohdeyriytyksistä paras. Muiden kohdeyriytysten keskiarvot ovat alle kah-den prosentin; Atria 1,06 prosenttia, HK 0,88 prosenttia ja Valio 1,19 prosenttia. Työ- ja Elinkeinoministeriön (2016, 44) tutkimuksen mukaan 2012-2015 Suomen elintarvi-keyriytysten nettotuloksen mediaanina on noin kaksi prosenttia. Fazer on jälleen tarkas-telun ainoa yritys, jonka nettotulos on yli mediaanin. Muut kohdeyriytykset jäävät melko selvästi alle kahden prosentin nettotuloksen. Liike-tulosprosentin tarkastelun tulokset ovat suhteellisesti lähes samalla tasolla kuin nettotulosprosentit.

Kaaviosta 2 nähdään suuria nettotulosprosentin pudotuksia. Vuodesta 2008 vuoteen 2009 Fazerin nettotulosprosentti putosi noin 6,5 prosenttia, joka on noin 80 miljoonaa euroa. Fazerin liiketoiminta kärsi vahvasti yleisestä talouden taantumasta. Kuluttajan ostovoiman heikkeneminen näkyi vahvasti Suomessa sekä Ruotsissa. Lisäksi Ruotsin

kruunun heikkeneminen vaikutti vahvasti Fazerin vuoden 2009 tulokseen. Vaikeuksista huolimatta Fazer teki positiivisen tuloksen. (Oy Karl Fazer Ab 2010, 6-7)

Kaavio 2. Kohdeyritysten nettotulos-% vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



Valion nettotulosprosentti putosi 2013-2014 yli kolmen prosentin tuotosta yli prosentin tappiolle. Euroissa tappio oli noin 36 miljoonaa. Valion liiketulosprosentti oli vuonna 2014 2,53 prosenttia, josta se tippui yli prosentin tappiolliselle nettotulokselle. Syynä Valion noin 36 miljoonan euron tappiolle on loppuvuodesta 2014 Venäjän-vientirajoitusten voimaantulo. EU ja Venäjä asettivat toisilleen talouspakotteita, jotka vaikeuttivat Venäjän liiketoimintaa. Pakotteiden johdosta Valion liiketoiminta on kärsinyt vahvasti vuosina 2014-2016. Venäjän pakotteiden myötä Valion liikevaihto on tippunut noin 300 miljoonaa. (Talouselämä 2017c) Myös toinen merkittävä tapahtuma vei Valion nettotuloksen tappiolle, kun vuonna 2014 Valio sai merkittävän seuraamusmaksun markkinaoikeudelta määräävän markkina-aseman väärinkäytöstä. Maksun määrä oli 70 miljoonaa euroa, joka maksettiin ruotsalaiselle kilpailijalle Arla Ingmanille. (Markkinaoikeus 2014) Venäjän talouspakotteiden sekä markkinaoikeuden tuomion vaikutukset käänsivät Valion nettotuloksen selvästi miinukselle.

Lihatalojen HK:n ja Atrian matalat tai tappiolliset nettotulokset voidaan selittää talouden taantumien vaikutuksilla sekä kasvuvuon suosion kasvamisella. Venäjän-vientirajoitukset vaikuttavat myös lihatalojen kannattavuuteen, mutta eivät niin merkittävästi kuin Valion liiketoimintaa. Ennen pakotteita Venäjä ei ollut vielä noussut lihataloille todella kannattavaksi markkina-alueeksi. (Talouselämä 2017b) Atria (2014, 3-4) perustelee omissa tilinpäätöksissään tappiollisia tuloksia kuluttajan ostovoiman heikentymisellä sekä taloustilanteen epävarmuuden vaikutuksena. HK:n viime vuosien heikkoihin nettotuloksiin voidaan myös nähdä vaikuttavan Puolan kaupasta luopuminen sekä Ruotsin markkinaosuuden laskeminen, jotka ovat tiputtaneet liikevaihtoa reilusti (HKScan Oyj 2015, 5, Kauppalehti 2017c).

Nettotosprosentin perusteella kohdeyritysten kannattavuus on keskimuotoa heikompaa toimialan sisäisessä vertailussa. Kannattavimpana kohdeyrityksenä voidaan mainita Fazer, jonka kannattavuus on ollut tyydyttävällä tasolla. Vaikka kannattavuuden tulokset ovat olleet melko heikkoja, kohdeyritykset ovat keskimuotoilla mitattuna tehneet positiivista nettotulosta.

5.4 Kohdeyritysten sijoitetun pääoman tuotto prosentti

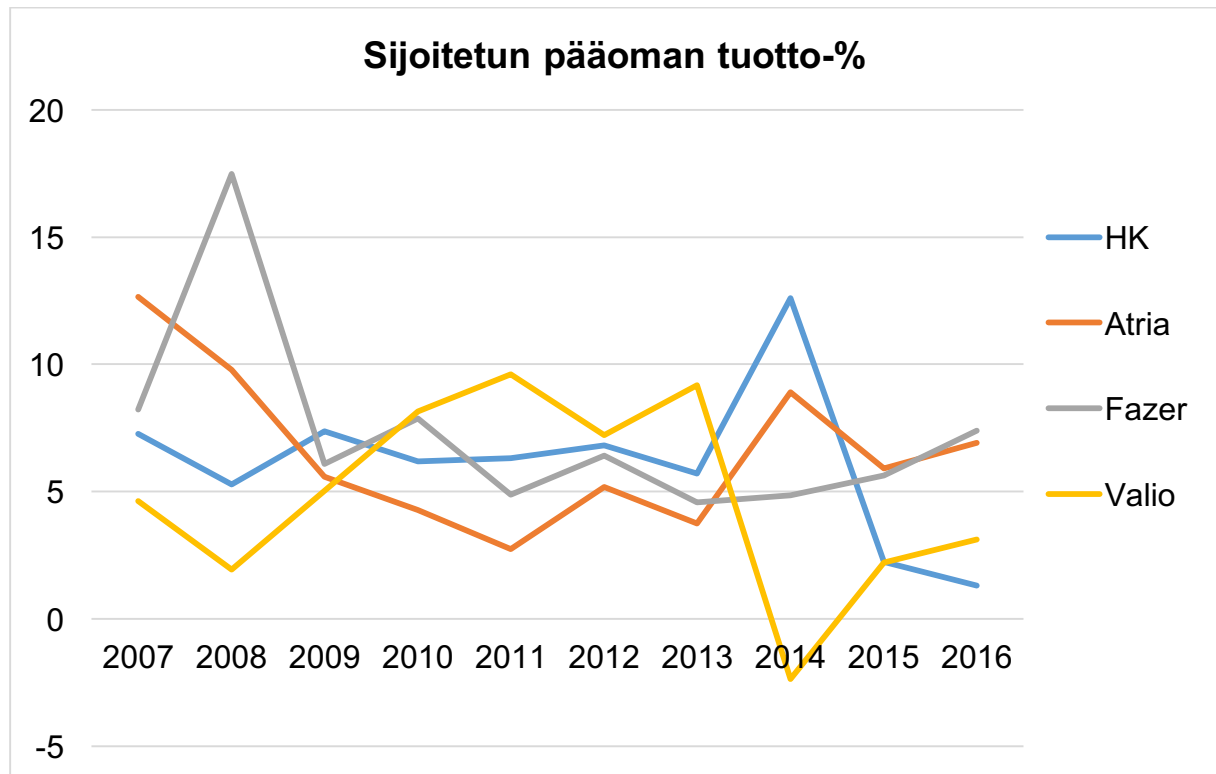
Sijoitetun pääoman tuotto prosentti suhteuttaa nettotuloksen ja rahoituskulujen summan sijoitettuun pääomaan. Vaikka nettotulos olisi tilikaudella ollut tappiollinen, voi rahoituskulujen lisääminen nostaa sijoitetun pääoman tuotto prosentti positiiviseksi. (Leppiniemi et al. 2017) *Kaaviosta 3* nähdään, että vain vuonna 2014 Valion sijoitetun pääoman tuotto on tappiollinen, vaikka Atrialla ja HK:lla oli monia nettotuloksellisesti tappiollisia vuosia. Rahoituskulujen vaikutus on nostanut Atrian ja HK:n sijoitetun pääoman tuoton positiiviseksi.

Ohjearvoilla mitattuna yli 10 prosentti sijoitetun pääoman tuotto prosentti on hyvällä tasolla (Balance Consulting 2017c). Tarkastelujaksolla on vain kolme 10 prosentti ylitystä ja parhaimpana tuloksena on Fazerin 2008 vuoden huipputulos 17,50 prosenttia. Muut yli 10 prosentti tulokset ovat Atrian tilikaudella 2007 ja HK:n tilikaudella 2014.

Aikaisempien tunnuslukujen perusteella HK:n vuoden 2014 korkea tuotto prosentti 12,60 prosenttia on yllättävä, koska nettotulos oli samana vuonna vain 2,70 prosenttia. HK:n liikevaihto on kohdeyrityksistä suurin ja se on noin kahden miljardin luokkaa, joka

suhteessa tiputtaa nettotulosprosenttia. Vuonna 2014 HK:n nettotulos oli 57 miljoonaa euroa, joka ei ole suhteessa liikevaihtoon kovin suuri, mutta absoluuttisesti ja sijoitettuun pääomaan suhteutettuna yritys teki hyvän tuloksen. (Amadeus 2017b)

Kaavio 3. Sijoitetun pääoman tuotto-% vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



Tarkastelujakson keskiarvot ohjearvoilla mitattuna ovat Fazerilla, Atrialla ja HK:lla juuri tyydyttävällä tasolla noin seitsemässä prosentissa. Valion sijoitetun pääoman tuotto-% menee asteikolla heikolle tasolle hieman alle viiden prosentin. (Balance Consulting 2017c) Valion vuoden 2014 tulos tiputtaa sijoitetun pääoman keskiarvoa, mutta Valio on myös ainoa, jonka tuotto-% ei ylittänyt 10 prosenttia yhtenäkkään vuonna.

Anderson ja Reeb (2003, 1327) tutkivat perheyriyten taloudellista toimintakykyä. Tutkimuksessa todettiin, että perhejohtoisen yrityksen suorituskyky on parempi kuin ulkopuolisen johtama. Myös Özerin (2012, 81) tutkimuksessa perheyriyten taloudellisesta toiminnasta todettiin, että perhejohtoiset yritykset toimivat usein vakaasti, tehokkaasti ja muita yrityksiä kannattavammin. Fazer on yksi Suomen suurimpia perheyriytiä ja sen kannattavuuden luvut ovat olleet muita kohdeyrityksiä korkeampia, mikä tukee edellä mainittujen tutkimuksien tuloksia.

Finnveran (2017) tilinpäätöstietokannan mukaan Suomen elintarvikeyritysten sijoitetun pääoman mediaani vuosina 2012-2016 on noin viisi prosenttia. Tietokannan mukaan kohdeyritysten sijoitetun pääoman tuotto on Suomen elintarvikealalla hieman keskivertoa parempaa. Toimialaan verrattuna yritysten sijoitetun pääoman tuotto prosentti antaa paremman kuvan yrityksen kannattavuudesta, mutta tuloksissa on parantamisen varaa, kun niitä verrataan yleisiin ohjearvoihin.

5.5 Kohdeyritysten oman pääoman tuotto prosentti

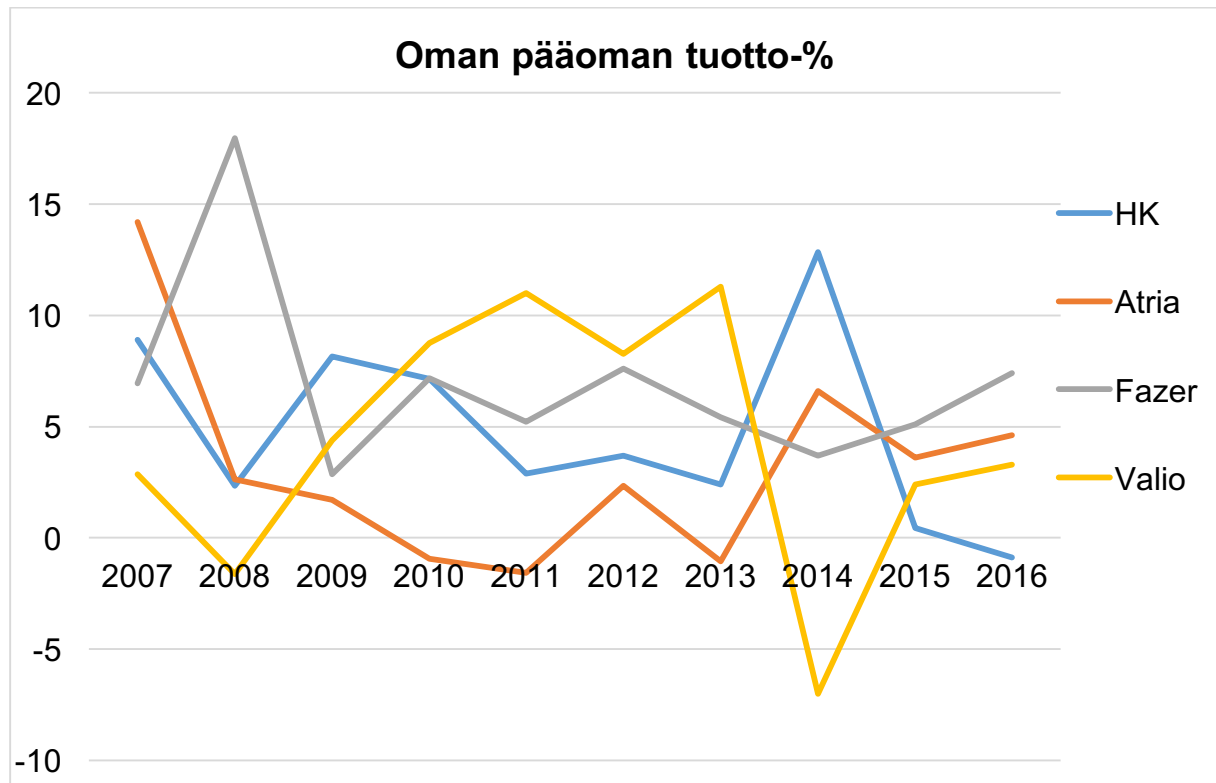
Sijoitetusta pääomasta saadaan oman pääoman määrä, kun siitä poistetaan korollinen vieras pääoma. Sijoitetun pääoman tuotto prosentissa lisättiin nettotulokseen rahoituskulut, mutta oman pääoman tuotto prosentissa nettotulos suhteutetaan oman pääoman määrään. Yritysten oman pääoma määrä on ollut tarkasteluajanjaksolla positiivinen, joten tappiollinen nettotulos tarkoittaa negatiivista oman pääoman tuottoa. *Kaaviosta 4* nähdään samat negatiiviset tulokset, kuten nettotulosprosentin tarkastelussa eli Valion vuodet 2008 ja 2014, Atrian vuodet 2010, 2011 ja 2013 sekä HK:n vuosi 2016.

Fazerin oman pääoman tuotto prosenttien keskiarvo viimeisen kymmenen vuoden ajalta on noin 7 prosenttia, joka on ohjearvoilla mitattuna välttävää luokkaa. HK:n 4,80 prosenttien, Valion 4,40 prosenttien ja Atrian 3,22 prosenttien tuotot ovat heikkoa tasoa oman pääoman tuotto prosenttien ohjearvoilla mitattuna. (Balance Consulting 2017b) Kohdeyritysten oman pääoman tuotto prosenttien keskiarvojen ei voida nähdä olevan kovin kaan houkuttelevia oman pääoman sijoittajille.

HK:lla, Atriolla ja Valiolla oman pääoman tuotto prosenttien keskiarvot ovat pienempiä kuin sijoitetun pääoman tuotto. Usein oman pääoman tuotto prosentti on korkeammalla tasolla kuin sijoitetun pääoman tuotto prosentti (Leppiniemi et al. 2017). Kohdeyritysten tilanteessa matalat oman pääoman tuotto prosentit johtuvat yritysten hyvästä vakavaraisuudesta sekä siitä, että yritysten oman pääoman määrä on taseessa suuri verrattuna korolliseen velkaan.

Tappiolliset tulokset näkyvät oman pääoman tuotto prosentilla mitattuna selvemmin, koska rahoituskuluja ei lisätä nettotulokseen. Fazerilla tuotto prosentit ovat lähes samat, koska yrityksen korollisen vieraan pääoman määrä taseessa on niin pieni. (Amadeus 2017a, b, c & e)

Kaavio 4. Oman pääoman tuotto-% vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



Valion vuoden 2014 36 miljoonan euron tappiollinen nettotulos tiputtaa oman pääoman tuotto-%:n peräti seitsemän prosenttia miinukselle. Valion 2014 tappiollinen oman pääoman tuotto-% tarkoittaa, että nettotulos kulutti omaa pääomaa seitsemän prosenttia. Valion tulokseen vaikuttivat Venäjän talouspakotteet sekä tuntuva seuraamusmaksu markkinaoikeudelta, jonka myötä yrityksen markkinaosuus romahti ja uutta kilpailua syntyi. Elintarvikekauppojen omat merkit niin sanotut "private label"-tuotemerkit ovat nostaneet suosiotaan halvoilla hinnoilla. Muuan muassa S-ryhmän oma merkki on kaupan maidon myynnistä peräti yli puolet. Neljäsosa kaupan myynnissä olevasta maidosta on kaupan omaa merkkituotetta. Markkinaoikeuden tuomion myötä Valio on menettänyt hinnoittelultaan, eikä pysty vastaamaan kauppojen omien merkkien hintakilpailuun. (Talouselämä 2017c)

Atrian ja HK:n nettotulostappiot ovat vain 4-7 miljoonan euron suuruisia ja oman pääoman määrä on vuosittain noin 300 miljoonaa euroa, joten oman pääoman tuotto-% ei laske merkittävästi negatiiviseksi. (Amadeus 2017a & b) Oman pääoman tuotto-% ei antanut juurikaan uusia tuloksia kannattavuuteen liittyen. Kohdeyritysten oman pääoman tuotto on muiden tarkastelussa olleiden kannattavuuden tunnuslukujen tapaisesti melko huonolla tasolla.

5.6 Kohdeyritysten omavaraisuusasteprosentti

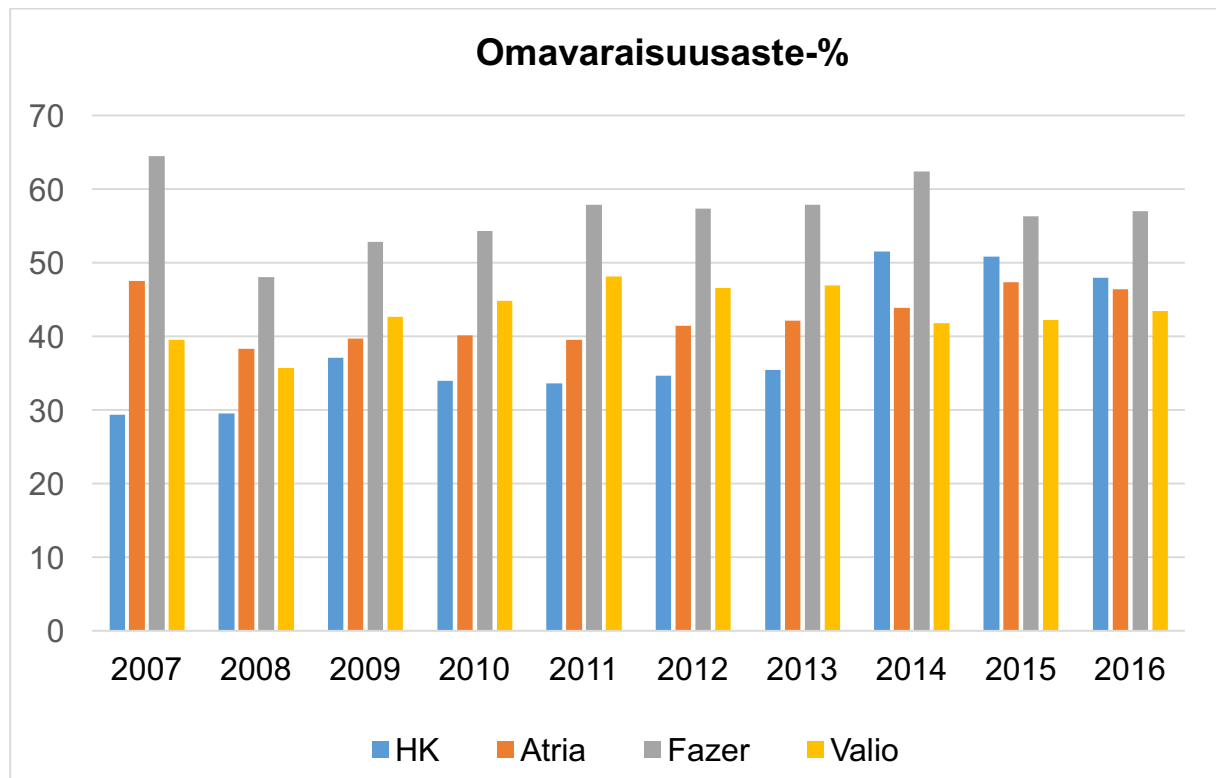
Omavaraisuusaste on tarkastelun ensimmäinen rahoituksen ja vakavaraisuuden kategoriaan kuuluva tunnusluku. Suomen elintarviketeollisuuden yritysten omavaraisuusasteen mediaanina vuosina 2012-2015 on ollut noin 40 prosenttia, joka ohjearvoissa on hyvän rajana. *Kaaviosta 5* nähdään, että kohdeyritysten omavaraisuusasteet ovat vähintään tyydyttävällä tasolla. Fazerin omavaraisuusaste on taas huippuluokkaa ja muutamana tarkasteluvuonna kohoaa jopa yli 60 prosentin. Valio ja Atria yltyivät tarkastelujakson keskiarvoltaan yli 40 prosenttiin ja HK jää vain reilu prosentin 40 prosentin rajasta. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 75-76, Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 47)

Jokaisella kohdeyrityksellä omavaraisuusaste on pysynyt verrattain vakaana vuosittain eikä arvoissa ole suuria heilahduksia vuosien välillä. HK:n vuosien 2007 ja 2008 alle 30 prosentin omavaraisuus on lähellä heikkoa tasoa, mutta omavaraisuus on saatu viime vuosina nostettua noin 50 prosenttiin. HK onnistui nostamaan omavaraisuuttaan vuodesta 2013 vuoteen 2014 noin 15 prosenttia. Tunnusluvun nousu saatiin aikaan, koska yrityksen nettotulos oli 57 miljoonaa euroa voitollinen sekä yrityksen vieraan pääoman määrä laski lähes puoleen edellisvuoteen verrattuna. (HKScan Oyj 2015, 48) HK:n alkuvuosien heikko omavaraisuusaste selittyy investointeihin hankitulla velkarakalla, joka nostaa vieraan pääoman määrää taseessa. HK otti vuonna 2007 yhdeksi päätavoitteekseen yrityksen pääomarakenteen parantamisen, jonka se on saanut tehtyä viimeisen kymmenen vuoden aikana. (HKScan Oyj 2008, 7)

Keskiarvoltaan Fazerin omavaraisuusaste on tarkastelujaksolla ollut noin 57 prosenttia. Fazerin korkea omavaraisuusaste osaksi selittyy matalan pitkäaikaisen velan syystä. Fazer on myös tarkasteluaikana tehnyt joka vuosi voitollista tulosta, joka kerryttää yhtiön omaa pääomaa ja nostaa omavaraisuusastetta. Fazerin korkea omavaraisuusaste voi kuitenkin kertoa investointikohteiden vähyydestä ja ”ideaköyhyydestä”. ”Ideaköyhyydellä” tarkoitetaan, että yrityksen vapaana oleva pääoman ei ole käytössä, kun se voisi olla kiinni sijoituksissa, joilla on mahdollisuutta tehdä tuottoa. (Salmi 2004, 142). Machekin ja Hnilican (2013, 235) tutkivat suurten tsekkiläisten perheyhtiöiden vakavaraisuutta. Tutkimus osoitti, että perheytyykset käyttävät vähemmän vierasta

pääomaa, koska eivät halua antaa valtaa perheen ulkopuolelle ja haluavat pitää kontrollin perheen sisäisesti. Perheomisteinen Fazer ja sen korkea omavaraisuusaste tukee Machekin ja Hnilican (2013, 235) tutkimuksen tuloksia.

Kaavio 5. Kohdeyritysten omavaraisuusaste vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



Pitkäaikaisella ja voitollisella liiketoiminnalla kohdeyritykset ovat rakentaneet vankan vakavaraisuuden tukemaan yrityksen toimintaa. Valio teki vuonna 2014 yli 36 miljoonan euron tappiot ja on siitä lähtien ollut pienoisissa vaikeuksissa, mutta omavaraisuusaste tippui alle 5 prosenttia ja on pysynyt lähes samana vuosina 2014-2016. Yritysten tilikausien voitot tai tappiot ovat sen verran alhaisia, etteivät näy omavaraisuuden vuosittaisessa tarkastelussa merkittävästi. Omavaraisuusasteen perusteella yritykset ovat pääomarakenteeltaan turvallisessa asemassa, josta on hyvä mahdollisuus rakentaa voitollista liiketoimintaa.

5.7 Kohdeyritysten nettovelkaantumisasaste

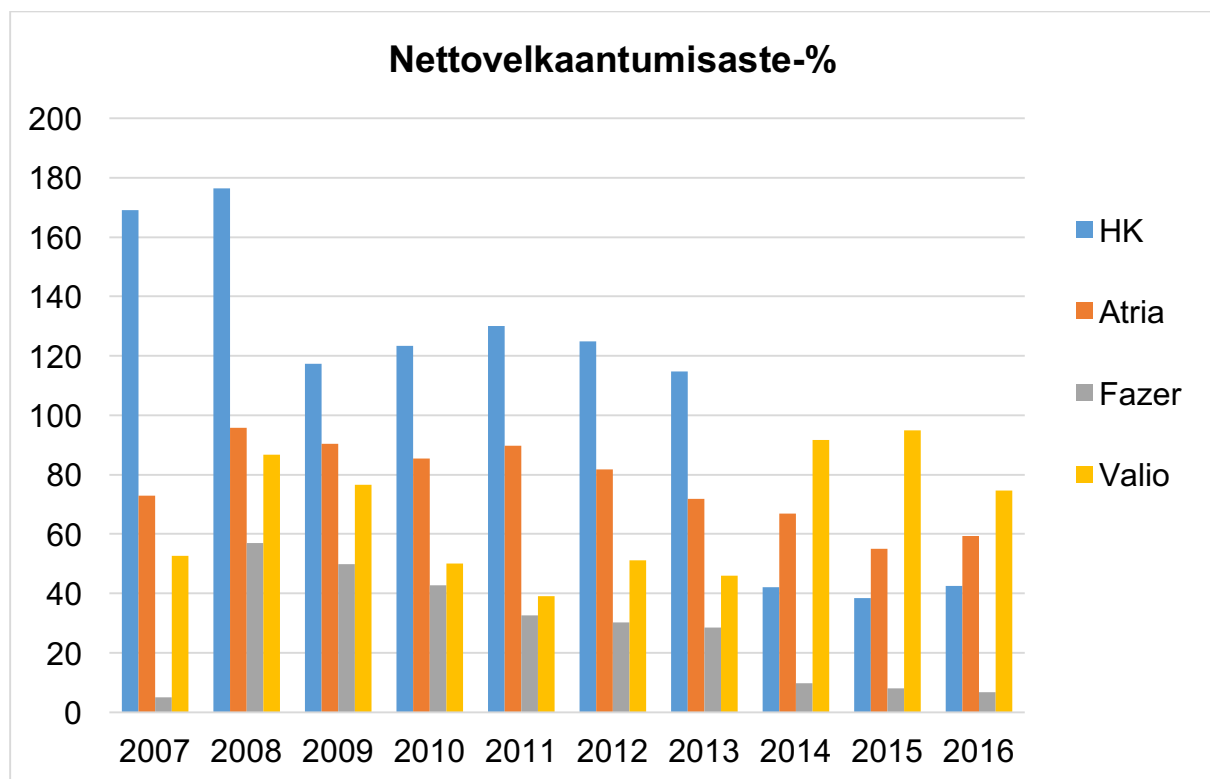
Nettovelkaantumisasasteen tarkastelun tavoitteena on tukea omavaraisuusasteen tuloksia ja parantaa vakavaraisuuden tarkastelun luotettavuutta. *Kaaviosta 6* nähdään kohdeyritysten vuosittaiset nettovelkaantumisasasteet eli mitä korkeampi pylväs on, sitä velkaantuneempi on yritys. Nettovelkaantumisasaste on *Kaaviossa 6* esitetty prosenttimuodossa.

Yritysten nettovelkaantumisasasteet ovat tarkasteluajanjaksolla olleet vaihtelevasti eri tasolla. Fazerin tarkastelujakson keskiarvo nettovelkaantumisasasteelle on noin 27 prosenttia, joka on ohjearvoilla katsottuna erinomainen ja joka on omavaraisuusasteen tuloksien kanssa samalla tasolla. Valion ja Atrian nettovelkaantumisasasteen keskiarvot ovat myös hyvällä tasolla noin 60-80 prosentin välillä, kuten myös yritysten omavaraisuusasteet. Tosin Valion nettovelkaantumisasaste on heikon tilikauden 2014 jälkeen hieman nousut. HK:n keskiarvo menee noin 110 prosentin tasolle, jota voidaan pitää kohtalaisena. (Balance Consulting 2017a) HK:n nettovelkaantumisasastetta on saatu selkeästi parannettua vuodesta 2007 vuoteen 2016, kun vuonna 2007 nettovelkaantumisasaste oli noin 170 prosenttia ja vuonna 2016 se oli noin 40 prosenttia. HK:n vuoden 2007 ja 2008 yli 150 prosentin nettovelkaantuneisuus oli jo lähellä huolestuttavaa tasoa, mutta HK:n onneksi vakavaraisuutta on saatu parannettua.

HK:n nettovelkaantumisasaste on ollut selvästi korkeampi kuin muilla kohdeyrityksillä. Atrialla, Fazerilla ja Valiolla tunnusluvun arvot eivät ole ylittäneet 100 prosenttia yhtenäkkään vuonna, kun HK:lla se on mennyt yli jokaisena vuotena aikavälillä 2007-2012. HK tiputti nettovelkaantumisasastettaan vuonna 2009 noin 60 prosenttia, jolloin yritys sai vähennettyä pitkäaikaisen korollisen vieraan pääoman määrää yli 100 miljoonalla eurolla. HK vahvisti myös pääomarakennettaan toteuttamalla osakeannin, jolla se sai nostettua oman pääomansa määrää noin 80 miljoonalla eurolla. (HKScan Oyj 2010, 34-35) Osakeannin vaikutus voidaan nähdä myös omavaraisuusasteen nousemisessa. Myöhemmin HK sai vielä parannettua pääomarakennettaan vuonna 2014 tiputtamalla korollisen vieraan pääoman määrää noin 250 miljoonalla eurolla, joka paransi vakavaraisuutta tuntuvasti. HK myi tilikaudella 2014 Puolan liiketoimintansa, jolla se sai kevennettyä yrityksen tasetta ja alennettua yrityksen velkaantuneisuutta. Myös yrityskaupassa tehty myyntivoitto ja positiivinen tilikauden tulos paransivat nettovelkaantumisasasteen tasoa. (HKScan Oyj 2015, 4-5, Yle 2014)

Syynä Fazerin matalaan nettovelkaantumisasteeseen voidaan nähdä perheyhtiön periaatteiden mukainen pääomarakenteen muodostaminen, kuten omavaraisuusasteen tilanteessa. Fazer ei halua yritykseensä liikaa vierasta pääomaa, jotta kontrolli pysyy perheellä. Korollisen vieraan pääoman puuttuminen pitää nettovelkaantumisasteen matalana ja parantaa yrityksen vakavaraisuutta. (Machek & Hnilica 2013, 233-235, Amadeus 2017c)

Kaavio 6. Kohdeyritysten nettovelkaantumisaste vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)

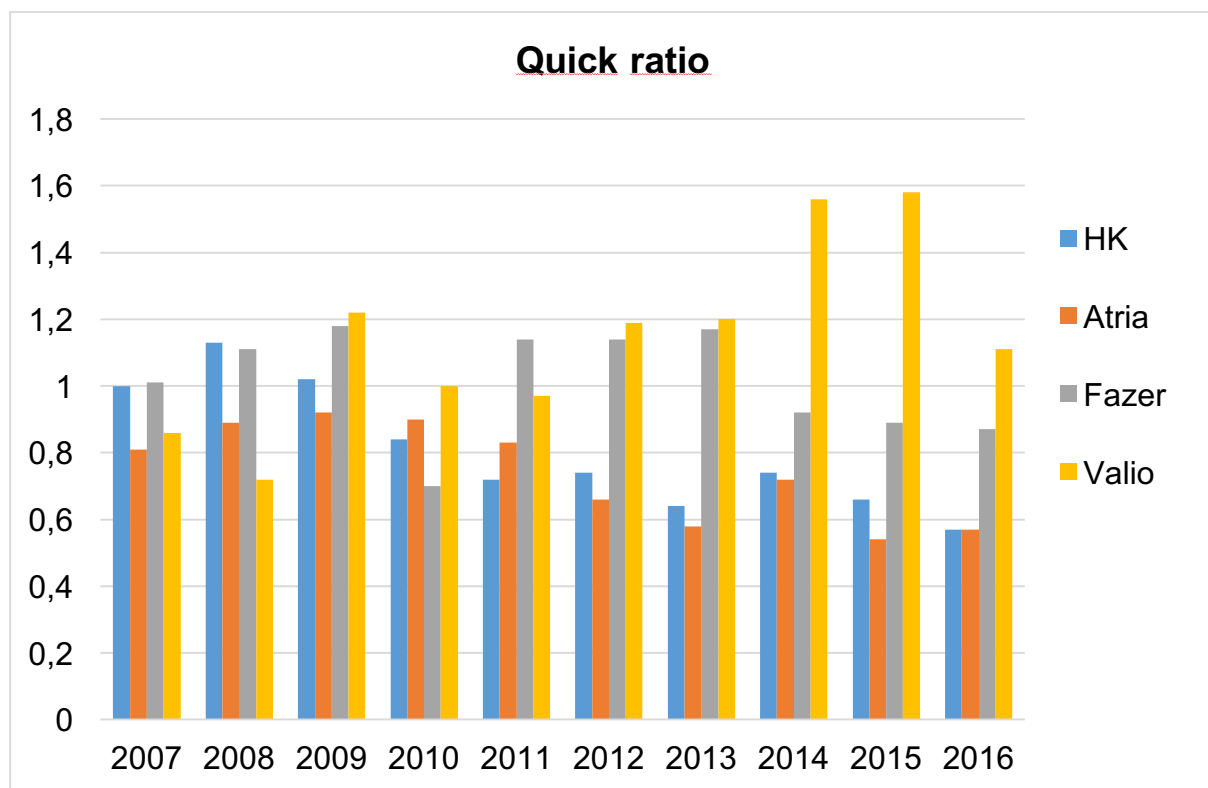


Valion, Atrian ja Fazerin nettovelkaantumisasteet ovat vuosittain olleet hyvää luokkaa ja kertovat vankasta pääomarakenteesta sekä maksukyvyistä. Valiolla tilikauden huono tulos ja sen jälkeiset tapahtumat ovat hieman nostaneet viime vuosien nettovelkaantumisastetta. HK:lla nettovelkaantumisaste on saatu hyvälle tasolle, mutta tarkastelujaksolla se on ollut ajoittain erittäin heikolla tasolla. Kokonaisuutena nettovelkaantuneisuusasteen tarkastelu kertoo, että yritykset ovat pääomarakenteeltaan tehokkaita ja vakavaraisesti turvattuja.

5.8 Kohdeyritysten quick ratio

Quick ratio on tutkimuksen ensimmäinen ja ainoa maksuvalmiuden tunnusluku. Tunnusluku on myös ainut mittari jota ei esitetä prosenttimuodossa. Quick ration tarkastelu sopii elintarvikeyritysten tutkimiseen paremmin kuin toinen maksuvalmiuden tunnusluku current ratio. Current ratio ottaa lyhytaikaisiin varoihin mukaan vaihto-omaisuuden, joka ei elintarvikealayrityksillä välttämättä ole nopeasti likvideiksi varoiksi muutettavaa omaisuutta. (Rist & Pizzica 2015, 9 & 32)

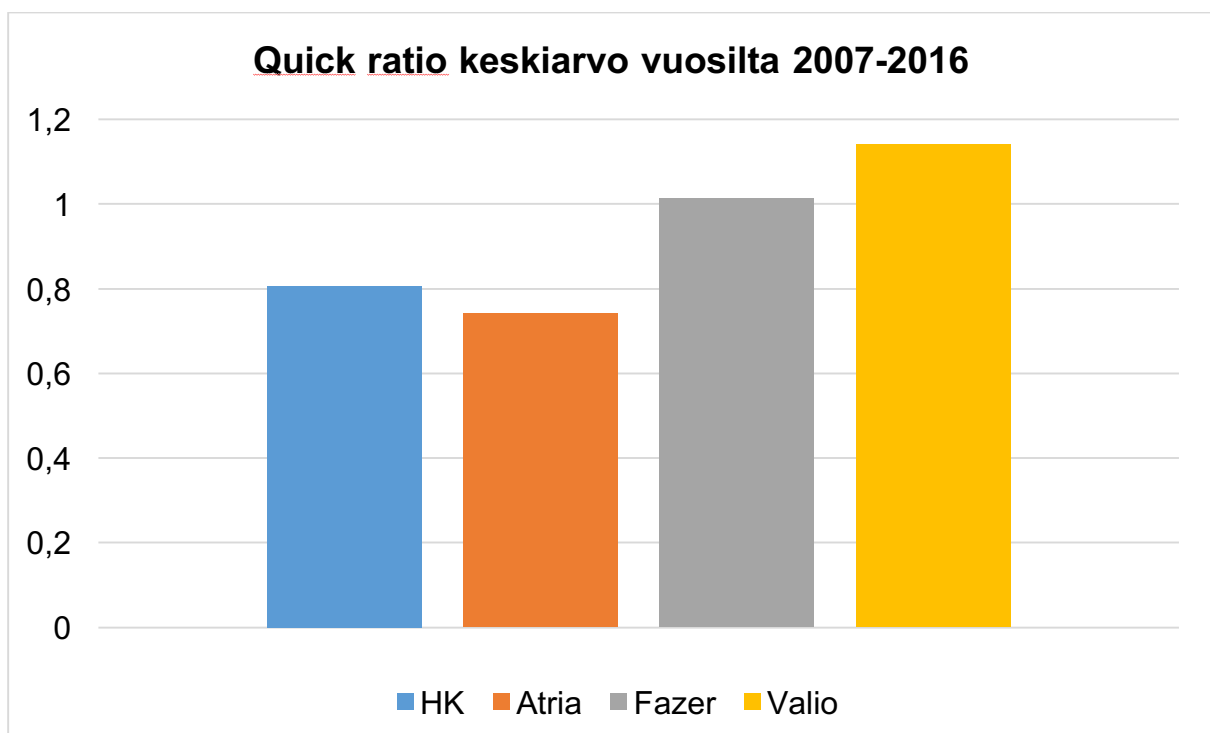
Kaavio 7. Kohdeyritysten quick ratio vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



Kaaviossa 7 on esitetty kohdeyritysten quick ratio luvut vuodesta 2007 vuoteen 2016 ja Kaaviosta 8 nähdään tarkasteluajajakson keskiarvot yrityksittäin. Positiivisesti Kaaviosta 7 erottuvat Valion tilikaudet 2014 ja 2015, jolloin quick ration arvo on ollut yli 1,5. Alhaisia arvoja esiintyy ovat Atrian ja HK:n vuosina 2013 ja 2015-2016, jolloin quick ratio arvot olivat vain vähän yli 0,5. Fazerin quick ratio on pysynyt kaikista tasaisimpana ja on ollut vuosittain 0,9-1,2 välissä. Kaaviosta 7 voidaan myös nähdä, että yhdenkään yrityksen quick ratio ei ole laskenut alle 0,5 yhtenäkkään vuonna, jota ohjearvojen mukaan pidetään rajana heikolle maksuvalmuidelle. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 81)

Valiolla on lähes vuosittain ollut taseessa enemmän rahoitusomaisuutta kuin lyhytaikaista vierasta pääomaa, jolloin quick ration luku on yli yhden. Valion erinomainen maksuvalmiuskyky selittyy sen rahat ja pankkisaamiset- erän suuruudella. Varsinkin viimeisenä viitenä tilikautena erän summa on ollut noin 200 miljoonaa. Syytä miksi Valio säilyttää suuria summia likvideinä varoina on mahdotonta päätellä ilman sisäpiiriinformaatiota, mutta mahdollista on, että Valio on valmistautunut tekemään yritysostoja ja pystyy näin tekemään nopeasti ratkaisuja (Leppiniemi et al. 2017).

Kaavio 8. Kohdeyritysten quick ration keskiarvo vuosilta 2007-2016 (Amadeus 2017a, b, c & e)



HK:n maksuvalmius on tarkasteluajanjaksolla ollut laskusuhdanteessa, ja quick ration arvo on tippunut yli yhden arvoista 0,5 lukemiin. HK:n vakavaraisuus on taas vahvistunut selvästi vuodesta 2007. HK:n rahojen ja pankkisaamisten erä on pienentynyt vuodesta 2008 eteenpäin. Likvidejä varoja on otettu käyttöön, joka laskee yrityksen quick ratiota. Myös yrityksen varastoon on sitoutunut enemmän varoja, jota ei lasketa varoihin huomioon quick ration laskemisessa. (Amadeus 2017b)

Vuosina 2012-2015 Suomen koko elintarviketeollisuuden quick ratio on ollut hyvällä tasolla, jolloin Suomen elintarvikeyritysten quick ration mediaaniarvona oli 1,0. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 48) Kohdeyritysten quick ration keskiarvoina Fazer ja Valio

sijoittuivat ohjearvoasteikolla hyvälle tasolle eli yli 1,0:n kategoriaan. HK:n ja Atrian arvot 0,81 sekä 0,74 ovat myös tyydyttävällä tasolla, vaikka ne ovat vähän elintarvikeryitysten mediaania alhaisempia. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 81) Kokonaisuudessaan yritysten selviytyminen lyhytaikaisista veloista näyttäisi olevan hyvää luokkaa ja quick ration arvot tukevat vakavaraisuuden tunnuslukujen tuloksia.

Adamsin ja Bucklen (2003, 140-142) taloudellisen toimintakyvyn tutkimuksessa löydettiin negatiivinen yhteys kannattavuuden ja maksuvalmiuden välillä. Tutkimuksessa hyvän maksuvalmiuden omaavan yrityksen toiminta oli kannattavuudeltaan heikkoa, kun taas heikon maksuvalmiuden omaavan yrityksen kannattavuus oli hyvällä tasolla. Tässä tutkimuksessa saadut tulokset löyhästi tukevatkin Adamsin ja Bucklen (2003) tutkimusta. Kun yritysten kannattavuus on ollut heikkoa, maksuvalmius ollut kiitettävää luokkaa.

6 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää Suomen suurimpien elintarvikeyritysten taloudellisen toimintakyvyn taso sekä vertailla yrityksiä yksilöinä ja joukkona. Tutkimus toteutettiin hyödyntäen *Amadeus-tilinpäättötietokantaa*, yritysten vuosikertomuksia ja uutislähteitä. Tulosten tukemisessa käytettiin apuna erilaisia tutkimuksia ja teorialähteitä. Tutkimus suoritettiin vertailevana tutkimuksena, jossa selvitettiin yritysten taloudellisen toimintakyvyn eroja sekä yhdenmukaisuuksia. Tuloksia voidaan pitää melko luotettavina, koska yritysten vertailuun käytettiin laajasti erilaisia tietolähteitä. Tutkimuksen tietolähteinä pyrittiin käyttämään laadukkaita ja monipuolisia lähteitä. Lähteitä ja tuloksia pyrittiin myös kyseenalaistamaan sekä tarkistamaan niiden todenmukaisuus.

Voittoprosenttien tarkastelussa nähtiin, kuinka matalakatteista on elintarvikealan liiketoiminta (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 45). Liiketulosprosentti oli muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta alle neljä prosenttia vuosittain. Nettotulosprosentissa tulokset olivat taas lähes poikkeuksetta alle kolme prosenttia ja ajoittain tappiollisia. Ainoastaan Fazerin vuosittaista tuloksetekokykyä voidaan pitää tyydyttävänä, kun liiketulosprosentin keskiarvo oli 4,10 prosenttia ja nettotulosprosentin 2,44 prosenttia. Fazer oli ainoa kohdeyritys, joka ei tarkasteluajanjaksolla tehnyt kertaakaan tappiollista tulosta. Voittoprosenteissa Atrian sekä Valion keskiarvot olivat samaa tasoa. HK:n tulokset olivat vielä asteen heikompia. Suomen elintarvikealaan verrattuna voittoprosentit ovat keskitason luokkaa ja Fazerilla hieman keskitasoa parempaa, mutta muihin aloihin ja yleisiin ohjearvoihin verrattuna tulokset ovat alhaisia. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 69)

Tuottoprosenttien tarkastelussa Fazerin viimeisen kymmenen vuoden tulokset olivat oman pääoman tuottoprosentilla sekä sijoitetun pääoman tuottoprosentilla mitattuna kohdeyrityksistä parasta luokkaa. Atrian ja HK:n sijoitetun pääoman tuotto oli keskiarvolla mitattuna lähellä Fazerin tasoa, kun Valion keskiarvo jäi heikolle tasolle. Oman pääoman tuotossa Fazer nousi taas selkeästi muita paremmalle tasolle ja tappiolliset nettotulokset tiputtivat Atrian, HK:n ja Valion tuottoprosenttia. Suomen toimialaan verrattuna yritysten tulokset ovat keskitasoa tai jopa keskitasoa korkeampia, mutta ohjearvoihin verrattuna Fazer teki tyydyttävää tulosta, kun muut olivat välttävällä tai heikolla tasolla. (Balance Consulting 2017b & c, Finnvera 2017)

Vakavaraisuuden tunnusluvut olivat paremmalla tasolla kuin tarkastelun kannattavuuden luvut. Omavaraisuusasteen keskiarvot olivat kaikilla yrityksillä hyvällä tasolla. Ainoastaan HK:n omavaraisuusaste oli tarkastelujakson alussa tyydyttävällä tasolla, mutta yhtiö sai nostettua sen vuonna 2014 hyvälle tasolle. Fazerin omavaraisuusaste oli kaikista korkeimmalla tasolle ja se oli vuosittain yli 50 prosenttia. Salmi (2004, 142) kirjoitti tutkimuksessaan, että 60 prosentin omavaraisuusasteen olevan optimaalinen pääomarakenne, jossa yhdistyy rahoituksellinen vakaus ja tehokkuus. Fazerin omavaraisuusaste on ainoa kohdeyrityksen ollut noin 60 prosentin luokkaa.

Nettovelkaantumistasteen oli Fazerilla, Valiolla ja Atrialla erittäin hyvällä tasolla, kun HK:lla oli vaikeuksia velkaantumistasteen kanssa vuoteen 2014 saakka. HK:n nettovelkaantumisen keskiarvo oli ohjearvoilla mitattuna välttävää, mutta HK sai tulosta parannettua tarkastelujakson aikana. Fazerin velkaantuminen oli vuosittain lähes olematonta ja kokonaisuudessaan yrityksen vakavaraisuus on kiitettävää. (Balance Consulting 2017a, Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 75-76). Maksuvalmiuden tunnusluku quick ratio oli tarkastelun ainoa mittari, jossa Fazerin tulokset eivät ole olleet parhaimpia. Valion maksuvalmius oli hieman Fazeria korkeampi, mutta molempien maksuvalmiudet olivat hyvällä tasolla. Atrian ja HK:n quick ration luvut olivat hieman alhaisempia, mutta myös vähintään tyydyttävää luokkaa. Fazerin ja Valion quick ratiot ovat Suomen keskiarvoa korkeampia, kun Atrian ja HK:n arvot ovat hieman mediaania alhaisemmat. (Corporate Analysis reg. assoc. 2013, 81, Työ- ja Elinkeinoministeriö 2016, 48)

Fazerin taloudellinen toimintakyky on ollut selkeästi tehokkainta. Atrian, Valion ja HK:n kannattavuuden tunnusluvut ovat Fazeria jäljessä. Fazerin kannattavuus on joka tunnusluvulla mitattuna korkein. Vakavaraisuuden tunnusluvuista nähdään, että sen pääomarakenne on vakaa. Fazerin hyvän kannattavuuden syinä voidaan pitää sen tunnistettavaa brändiä ja vahvaa markkinaosuutta (Markkinointi & Mainonta 2017). Myös Fazerin maksuvalmius on hyvää luokkaa. Fazerin vahvaa pääomarakennetta voidaan selittää sillä, että yritys on perheomisteinen ja on monia vuosia tehnyt voitollista liiketoimintaa, jolla yrityksen pääomarakenne on muodostunut oman pääoman valtaiseksi (Machek & Hnilica 2013, 233-235). Eriotisin et al. (2011, 329-330) tutkimuksessa todettiin, että tulorahoituksella tehdyt investoinnit ovat usein velkarahalla tehtyjä kannattavampia. Fazer on välttänyt velkarahan käyttöä ja ehkä sen myötä tehnyt parempaa tulosta kuin muut kohdeyritykset.

Päätutkimusongelmaan ”*Onko Suomen suurimpien elintarvikeyritysten toiminta kannattavaa ja rahoituskellisesti tehokasta?*” voidaan todeta, että yritykset toimivat kannattavasti, koska ovat vuosina 2007-2016 tehneet voittoa. Kannattavuudessa on kuitenkin parantamisen varaa. Voitot ovat olleet absoluuttisesti sekä prosentuaalisesti pieniä ja kaikilla kohdeyrityksillä paitsi Fazerilla, on ollut tappiollisia tilikausia. Rahoituskellisesti yritykset ovat vakavaraisia ja maksuvalmiuskyky on tehokasta. Tulokset tukevat Özerin (2012, 81) tutkimusta siitä, että usein perhejohtoiset yritykset toimivat ulkopuolisen johtamia yrityksiä tehokkaammin, koska Fazerin tulokset ovat muita kohdeyrityksiä paremmalla tasolla.

HK:n ja Valion tulevaisuus näyttää epävarmalta ja mahdollisia vaikeuksia on luvassa. Molempien liikevaihto on viime vuosina supistunut ja kannattavuus on ollut heikkoa tai tappiollista. HK:n ja Valion käännekohdat tapahtuivat tilikaudella 2014, vaikka kannattavuus ei aikaisemminkaan ollut hyvää. Vuonna 2014 HK myi Puolan liiketoimintansa, jonka jälkeen liikevaihto ja kannattavuus on lähtenyt laskuun sekä kuluttajien lihan-syönti on vähentynyt. (Talouselämä 2017b) Valio sai vuonna 2014 tuntuvan maksuseuraamuksen. Lisäksi Venäjän vientirajoitukset veivät merkittävästi liiketoimintaa Valiolta. Valion liikevaihto on supistunut ja markkinaosuus tippunut, jonka myötä maitomarkkinoilla on uusia kilpailijoita entistä halvemmilla hinnoilla. ”Private-label” -tuotemerkit ovat vieneet markkinaosuutta kaikilta kohdeyrityksiltä, mutta Valioon se on mahdollisesti vaikuttanut kaikista eniten. (Talouselämä 2017c)

Atrian tulos viimeisen kolmen vuoden aikana ollut vakaata ja tilikaudella 2017 avautunut Kiinan kauppa voi tuoda yritykselle uutta voitollista liiketoimintaa. Myös Fazer lähete viemään suklaata Yhdysvaltoihin ja se lanseerasi marraskuussa 2017 ensimmäisenä Suomessa hyönteisleivät. Atrian ja Fazerin liikevaihto on tarkasteluajanjaksolla noussut, joten ne ovat kasvattaneet toimintaansa ja ovat noususuhdanteessa. Atrian ja Fazerin tulevaisuuden näkymät ovat valoisampia kuin HK:n ja Valion. Tämä perustuen yritysten liikevaihdon kasvuun sekä uuden liiketoiminnan luomiseen. (Talouselämä 2017a, Kauppalehti 2017a & b)

Mahdollisena jatkotutkimuksena voitaisiin toteuttaa tutkimus, jossa verrattaisiin esimerkiksi Suomen ja Ruotsin suurimpien elintarvikeyritysten taloudellista toimintakykyä. Jatkotutkimukseen voitaisiin liittää vielä mahdollisesti toinen vertailtava valtio, kuten

Tanska tai Norja. Esimerkiksi maiden välisellä vertailulla voitaisiin selvemmin nähdä, ovatko voittomarginaalit pieniä jokaisen maan elintarvikemarkkinoilla.

Lähdeluettelo

Adams, M. and Buckle, M. (2003) The determinants of corporate financial performance in the Bermuda insurance market. *Applied Financial Economics*, 13, 2, 133–143

Amadeus (2017a) Atria Oyj. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: <https://amadeus-bvinfo-com.ezproxy.cc.lut.fi/version-20161024/Report.serv? CID=597&context=9V6OAE2GMUK4R93&SeqNr=1>

Amadeus (2017b) HKScan Finland Oy. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: <https://amadeus-bvinfo-com.ezproxy.cc.lut.fi/version-20161024/Report.serv? CID=842&context=9V6OAE2GMUK4R93&SeqNr=2>

Amadeus (2017c) Oy Karl Fazer Ab [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: <https://amadeus-bvinfo-com.ezproxy.cc.lut.fi/version-2017105/Report.serv? CID=278&context=2HT29GJXI0I9N3B&SeqNr=0>

Amadeus (2017d) Paulig Ab. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: <https://amadeus-bvinfo-com.ezproxy.cc.lut.fi/version-2017106/Report.serv? CID=157&context=3RYAE2GAPTVVE6&SeqNr=0>

Amadeus (2017e) Valio Oy. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: <https://amadeus-bvinfo-com.ezproxy.cc.lut.fi/version-2017105/Report.serv? CID=72&context=2HT29GJXI0I9N3B&SeqNr=0>

Anderson, R. C. & Reeb, D., M. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58, 3, 1301-1328.

Asimakopoulou, I., Samitas, A. & Papadogonas, T. (2009) Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35, 11, 930–939.

Atria Oyj (2008) Vuosikertomus 07. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2017] Saatavilla: <https://www.atria.fi/contentassets/5161fd982040413795c39b1c838232e0/2007-vuosikertomus.pdf>

Atria Oyj (2014) Atrian Vuosikertomus 2013. [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.11.2017] Saatavilla: <https://www.atria.fi/contentassets/5161fd982040413795c39b1c838232e0/2013-vuosikertomus.pdf>

Atria Oyj. (2017a) Historia; ATRIAN ENSIMMÄISET 114 VUOTTA. [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.10.2017] Saatavilla: <https://www.atria.fi/konserni/yritys/historia/>

Atria Oyj. (2017b) Vuosikertomus 2016. [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.10.2017] Saatavilla: https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/taloustieto/atria_vuosikertomus-2016_final.pdf

Balance Consulting (2017a) Nettovelkaantumisasaste-% (Net Gearing) [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.10.2017] Saatavilla: <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/nettovelkaantumisasaste>

Balance Consulting (2017b) Oman pääoman tuotto-% (ROE) [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.10.2017] Saatavilla: http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/oman_paaoman_tuotto

Balance Consulting. (2017c) Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROI) [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.10.2017] Saatavilla: http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/sijoitetun_paaoman_tuotto

Bragg, M., S. (2007) Business Ratios and Formulas; A COMPREHENSIVE GUIDE. 2. p. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.

Bray, M., Adamson, B. & Mason, M. (2007) Comparative Education Research; Approaches and Methods. Comparative Education Research Centre The University of Hong Kong, Springer.

Burgos-Jimenez, J., Vazquez-Brust, D., Plaza-Ubeda, J. & Dijkshoorn, J. (2013) Environmental protection and financial performance: an empirical analysis in Wales. *International Journal of Operations & Production Management*, 33, 8, 981-1018.

Corporate Analysis reg. assoc. (2013) THE GUIDE TO THE ANALYSIS OF FINANCIAL STATEMENT OF FINNISH COMPANIES. Helsinki, Gaudeamus Helsinki University Press.

Doeg, C. (2005) Crisis Management in the Food and Drinks Industry; A practical approach. 2. p. New York, Springer Science + Business Media, Inc.

Elintarviketeollisuusliitto, ETL (2016) Elintarviketeollisuuden talouskatsaus 3/2016. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: http://www.etl.fi/media/aineistot/talouskatsaukset/elintarviketeollisuuden_talouskatsaus_3_2016-id-37490.pdf

Elintarviketeollisuusliitto, ETL (2017) Elintarviketeollisuuden talouskatsaus 2/2017. [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.10.2017] Saatavilla: <http://www.etl.fi/media/aineistot/talouskatsaukset/elintarviketeollisuuden-talouskatsaus-2-2017-final.pdf>

Elintarviketeollisuusliitto, ETL (2017) Parempaa sääntelyä. [verkkodokumentti]. [Viitattu 9.11.2017] Saatavilla: <http://www.etl.fi/mita-tee/parempaa-saantelya.html>

Elliot, B. & Elliot, J. (2011) Financial Accounting and Reporting. 14. p. Edinburgh Gate, Harlow, Essex CM20 2JE, England, Pearson Education Limited.

Eriotis, N. P., Frangouli, F. & Ventoura-Neokosmides, Z. (2011) Profit Margin And Capital Structure: An Empirical Relationship, *The Journal Applied Business Research*, 18, 2, 85-88.

European Commission (2016) The competitive position of the European food and drink industry. [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.11.2017] Saatavilla: http://ec.europa.eu/growth/content/study-competitive-position-european-food-and-drink-industry-0_en

Eurostat Statistics Explained (2013) Archive: Manufacture of food products statistics – NACE Rev.2. [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.10.2017] Saatavilla: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Archive:Manufacture_of_food_products_statistics_-_NACE_Rev._2

Finnvera Oyj (2017) Finnvera tilinpäätöstilastot. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2017] Saatavilla: <http://www2.toimialaonline.fi>

Forbes (2017) World's Largest Food And Beverage Companies 2017: Nestle, Pepsi And Coca-Cola Dominate The Field. [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.10.2017] Saatavilla: <https://www.forbes.com/sites/maggiemcgrath/2017/05/24/worlds-largest-food-and-beverage-companies-2017-nestle-pepsi-and-coca-cola-dominate-the-landscape/#629122403a69>

Goddard, J., Tavakoli, M. & Wilson, J. (2005) Determinants of profitability in European Manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15, 18, 1269–1282.

Gormley, R. (2016) Greening the global food supply chain through innovation in food science & technology: Outcomes from the 18th IUFOST Congress, Dublin, Ireland. *Trends in Food Science & Technology*, 62, 221-227.

Healy, P. M., K. G. Palepu & R. S. Rubak (1992) Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135–175.

Hellman, I. & Simola, I. (2016) Elintarviketeollisuuden ympäristövastuun katsaus 2016. [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.11.2017] Saatavilla: <http://www.etl.fi/media/aineistot/ymparistovastuun-katsaukset/elintarviketeollisuusliiton-ymparistovastuun-katsaus-2016.pdf>

Hiroki, I. & Keisuke, O. (2011) How does environmental performance affect financial performance? Evidence from Japanese manufacturing firms. *Ecological Economics*, 70, 9, 1691-1700.

HKScan Oyj. (2008) Vuosikertomus 2007. [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.11.2017] Saatavilla: <http://www2.hkscan.com/attachments/vuosikertomukset/hkscan2007s.pdf>

HKScan Oyj. (2010) Vuosikertomus 2009. [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.11.2017] Saatavilla: http://www2.hkscan.com/attachments/vuosikertomukset/hkscan2009_finnish.pdf

HKScan Oyj. (2015) Vuosikertomus 2014. [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.11.2017] Saatavilla: http://www2.hkscan.com/attachments/pdf/hkscan_vuosikertomus_2014.pdf

HKScan Oyj. (2017a) Historiaa. [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.10.2017] Saatavilla: <https://www.hkscan.com/fi/historiaa>

HKScan Oyj. (2017b) 2016 Vuosikertomus. [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.10.2017] Saatavilla: <http://hkscan-ar-2016.studio.crasman.fi/file/dl/i/0XMMfQ/bjo2CoC4XQxfVMw7k9weGg/Vuosikertomus2016PDF>

Kallunki, J-P. & Kytönen, E. (2002) Uusi tilinpäätösanalyysi. 3.p. Helsinki, Talentum media Oy.

Kaplan, S. R. (1984) The Evolution of Management Accounting. *The Accounting Review* 59, 3, 390-418.

Kaplan, S. R. & Norton, P. D (1993) Putting the Balanced Scorecard to Work. *Harvard Business Review* 71, 5, 134-147.

Kauppalehti. (2017a) HKScan ponnistaa saappat irti suosta. [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.11.2017] Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/hkscan-ponnistaa-saappaitaan-irti-suosta/fn7bya8j>

Kauppalehti. (2017b) Fazer lähtee suklaalla USA:han: ”Emme voi edetä samoilla mielikuvilla kuin Suomessa” – kaura saattaa tulla perässä. [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.11.2017] Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/uutinen/HDsCMfUY?ref=ampparit:44d4&ext=ampparit>

Kauppalehti. (2017c) Fazer tuo kauppoihin hyönteisleivän – harjaantunut kieli voi tunnistaa makuivahteen. [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.11.2017] Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/uutinen/JPXk3Nbs?ref=ampparit:67c7&ext=ampparit>

Laitinen, T. & Laitinen, K. E. (2014) Yrityksen Maksukyky: Arviointi ja ennakointi. Porvoo 2014, Bookwell Oy.

Leppiniemi, J., Leppiniemi, R. & Kaisanlahti, T. (2017) Tilinpäätöksen tulkinta; 6. Tunnusluvut. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: [http://fokus.almatalent.fi/ezproxy.cc.lut.fi/teos/BAXBXATEFGBG#kohta:TI-LINP\(\(c4\)\)\(c4\)T\(\(d6\)KSEN\(\(20\)TULKINTA\(\(20](http://fokus.almatalent.fi/ezproxy.cc.lut.fi/teos/BAXBXATEFGBG#kohta:TI-LINP((c4))(c4)T((d6)KSEN((20)TULKINTA((20)

Maa- ja Metsätalousministeriö (2017) Elintarvikelain kokonaisuudistus. [verkkodokumentti]. [Viitattu 09.11.2017] Saatavilla: <http://mmm.fi/elintarvikelain-kokonaisuudistus>

Machek, O. & Hnilica, J. (2013) Do Family Firms Use Less Debt than Other Firms? Empirical Evidence from the Czech Medium and Large Companies. [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.11.2017] Saatavilla: <https://webhosting.vse.cz/maco01/wp-content/uploads/2011/08/Do-Family-Firms-Use-Less-Debt-than-Other-Firms-Empirical-Evidence-from-the-Czech-Medium-and-Large-Companies.pdf>

Markkinaoikeus (2014) Markkinaoikeus tuomitsi Valion maksamaan määräävän markkina-aseman väärinkäytöstä 70 miljoonan euron seuraamusmaksun. [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.11.2017] Saatavilla: <http://www.markkinaoikeus.fi/fi/index/ajankoh-taista/tiedotteet/2014/06/markkinaoikeustuomitsivalionmaksamaanmaaraavanmarkkina-asemanvaarinkaytosta.html>

Markkinointi & Mainonta (2017) ARVOSTETUIMMAT BRÄNDIT 2017; Perinteiset brändit menestyvät. [verkkodokumentti]. [Viitattu 31.10.2017] Saatavilla: <http://www.marmai.fi/lehti/perinteiset-brandit-menestyvat-6677898>

Maslow, A. (1943) A Theory of Human Motivation. *Psychological Review*, 50, 370-396

Modigliani, F. & Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 3, 261-297.

Modigliani, F. & Miller, M. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 3, 433-443

Neely, E. (2002) Business performance measurement. Cambridge, Cambridge University Press 2002.

Neilimo, K. & Uusi-Rauva, E. (2005) Johdon laskentatoimi. 6. p. Helsinki, Edita Prima Oy.

Niskanen, J. & Niskanen, M. (2013) Yritysrahoitus. 7. p. Helsinki, Edita Publishing Oy.

Oy Karl Fazer Ab (2009) 08 Vuosikertomus, Makuelämysten raaka-aineet. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2017] Saatavilla: <http://epaper.fi/read/320/hPhlktgP>

Oy Karl Fazer Ab (2010) 09 Vuosikertomus, Kestäviä makuelämyksiä. [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.11.2017] Saatavilla: <http://epaper.fi/read/323/cHa8uj3Q>

Oy Karl Fazer Ab (2017) 2016 Fazer-konsernin vuosikatsaus 2016. [verkkodokumentti]. [Viitattu 13.10.2017] Saatavilla: https://www.fazergroup.com/globalassets/global/fazergroup/about-us/annual-review-2016/ar/fazer_group_annual_review_2016_fi.pdf

Pitts, E. & Traill, B. (1998) Competitiveness in Food Industry. London, Thomson Science.

Puusa, A., Reijonen, H., Juuti, P. & Laukkanen, T. (2013) Akatemiasta Markkinapalkalle; Johtaminen ja markkinointi aikansa kuvina. 2. p. Helsinki, Talentum Media Oy.

Rist, M. & Pizzica, J. A. (2015) FINANCIAL RATIOS FOR EXECUTIVES; How to assess company strength, fix problems, and make better decisions. New York, Springer Science+Business Media.

Räsänen, P., Anttila, A., H. & Melin, H. (2005) Tutkimus menetelmien pyörteissä; Sosiaalitutkimuksen lähtökohdat ja valinnat. 1p. Jyväskylä, PS-Kustannus.

Salmi, I. (2004) Mitä tilinpäätös kertoo? 2.p. Helsinki, Edita Publishing Oy.

Seppänen, H. (2011) Yrityksen analysointi ja tilinpäätös. Helsinki, Helsingin seudun kauppakamari / Helsingin Kamari Oy ja Harri Seppänen. [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.10.2017] Saatavilla: <http://kauppakamaritieto.fi.ezproxy.cc.lut.fi/fi/s/ak/kirjat/yrityksen-analysointi-ja-tilinpaatos-2011/sisallys/>

Talouselämä (2017a) Atria aloittaa sianlihan toimitukset Kiinaan. [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.11.2017] Saatavilla: <https://www.talouselama.fi/uutiset/atria-aloittaa-sianlihan-toimitukset-kiinaan/48ff1642-40d5-3c0d-808c-0e4fd02a025d>

Talouselämä (2017b) Makkara juuttui kurkkuun – Lihatalo HKScan on pahasti sekaisin. [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.11.2017] Saatavilla: <https://www.talouselama.fi/uutiset/makkara-juuttui-kurkkuun-lihatalo-hk-scan-on-pahasti-sekaisin/16d23e10-029a-3ccd-b995-68bc911e78d5>

Talouselämä (2017c) Valion viisi kriisiä. [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.11.2017] Saatavilla: <https://www.talouselama.fi/uutiset/valion-viisi-kriisia/a086991c-4a20-3058-82dc-3a0fb28463b5>

Tilastokeskus. (2017) Tulot ja kulutus. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: http://tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_tulot.html

Työ- ja Elinkeinoministeriö. (2016) Toimialaraportit: Elintarviketeollisuus; Toimialaraportti ennakoi liiketoimintaympäristö muutoksia. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: <http://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/79832/Elintarviketeollisuus2016.pdf?sequence=1>

Valio Oy. (2016) Valion ulkomaiset tytäryhtiöt. [verkkodokumentti]. [Viitattu 13.10.2017] Saatavilla: <https://www.valio.fi/yritys/artikkelit/valion-ulkomaiset-tytaryhtiot/>

Valio Oy. (2017) Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 1.1.-31.12.2016. Valion ulkomaiset tytäryhtiöt. [verkkodokumentti]. [Viitattu 13.10.2017] Saatavilla: <https://www.valio.fi/mediafiles/0a872dee-8b8c-4c11-89bb-2c15a8771ce6>

Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta. (2017) Suomalaisen elintarvikeketjun avain menestystekijät. [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.10.2017] Saatavilla: http://vnk.fi/documents/10616/3866814/7_2017_Suomalaisen+elintarvikeketjun+menestyksen+avaintekijät/9e7169af-31b9-4458-a341-7ac2bdca1c4e?version=1.0

Vilkkumaa, M. (2010) Yrityksen Menestyksen Mittarit. Helsinki, Yrityskirjat Oy.

Wald, J. (1999) How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research*, 22, 2, 161-187.

Yle Uutiset (2014) HKScan luopuu yhteisyrityksestään Puolassa – 67 miljoonan myyntivoitto. [verkkodokumentti]. [Viitattu 29.11.2017] Saatavilla: <https://yle.fi/uutiset/3-7113329>

Özer, S.H. (2012) The Role of Family Control on Financial Performance of Family Business in Gebze. *International Review of Management and Marketing*, 2, 2, 75-82.