



■ Esa-Jussi Viitala

Esa-Jussi Viitala

Laajamittaisen metsänomistuksen kannattavuus: Tornatorin ja Finsilvan taloudellinen toiminta

Viitala, E.-J. 2010. Laajamittaisen metsänomistuksen kannattavuus: Tornatorin ja Finsilvan taloudellinen toiminta. *Metsätieteen aikakauskirja* 3/2010: 261–282.

Laajamittaisen metsänomistamisen kannattavuudesta Suomessa on vain vähän tutkimustietoa. Tässä tutkimuksessa analysoidaan maamme toiseksi ja kolmanneksi suurimpien yksityisten metsänomistajien, Tornator Oy:n ja Finsilva Oyj:n, pääoma- ja rahoitusrakenteita sekä taloudellista suorituskykyä.

Tulosten mukaan yhtiöt ostivat metsänsä 2000-luvun alkupuolella pääosin vieraalla pääomalla ja ovat edelleen varsin velkaisia. Merkittävä osa liikevoitosta onkin kulunut lainojen korkoihin. Yhtiöiden suhteellinen kannattavuus riippuu olennaisesti tarkastelujaksosta ja siitä, otetaanko maanmyynneistä saadut myyntivoitot huomioon. Ilman niitä esimerkiksi Tornatorin oman pääoman nimellinen tuotto on jäänyt viime vuosina noin viiteen prosenttiin, kun se myyntivoittojen kanssa on runsaat kaksi prosenttiyksikköä suurempi. Metsien edullisen hankintahinnan ansiosta yhtiön uudet omistajat, pääosin eläke- ja henkivakuutusyhtiöt, ovat kuitenkin saaneet erittäin hyvän tuoton alun perin sijoittamalleen pääomalle. Ne olisivat lisäksi voineet saada valtaosan Stora Enson metsistä maksamastaan kauppahinnasta takaisin esimerkiksi osinkoina jo Tornatorin ensimmäisten toimintavuosien aikana ilman puustopääoman vähenemistä.

Suurimman riskin uusien metsänomistusyhtiöiden liiketoiminnalle muodostaisi kantohintojen jääminen totuttua alemmalle tasolle pitkällä aikavälillä. Tällöin ainakin Tornator voisi joutua tekemään merkittäviäkin arvonalennuksia metsäomaisuudestaan, mikä heikentäisi sen tulosta ja tasetta. Samalla yhtiö joutuisi arvioimaan uudelleen rahoitusrakennettaan, osingonjakopolitiikkaansa ja mahdollisuuksiaan laajentaa liiketoimintaansa. Uusia liiketoimintamuotoja metsää omistaville yhtiöille voi jatkossa avautua etenkin uusiutuvan energian tuotannossa.

Asiasanat: metsänomistusyhtiöt, kiinteistösijoittaminen, metsäsijoittamisen kannattavuus, velkavipu

Yhteystiedot: Metla, Vantaan toimipaikka, 01301 Vantaa

Sähköposti [esa-jussi.viitala\(at\)metla.fi](mailto:esa-jussi.viitala(at)metla.fi)

Hyväksytty 3.9.2010

Saatavissa <http://www.metla.fi/aikakauskirja/full/ff10/ff103261.pdf>

I Johdanto

Laajamittaisen metsänomistuksen kannattavuudesta Suomessa on vain vähän tutkimustietoa. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että maamme perinteisesti suurimmat yksityiset metsänomistajat (UPM-Kymmene, Stora Enso ja Metsäliitto-konserni) eivät ole raportoineet metsiään erillisinä liiketoiminta-alueina. Valtionkin harjoittaman metsätalouden kannattavuuden arviointi on vaikeaa Metsähallituksen niukan raportointikäytännön ja toimintaa rajoittavien yhteiskunnallisten velvoitteiden vuoksi. Yhteismetsien kannattavuutta on tutkittu jonkin verran, mutta julkaistut tulokset koskevat keskenään varsin erityyppisiä kokonaisuuksia lähinnä maan pohjoisosissa (esim. Penttinen ja Kinnunen 1992). Kun Stora Enso ja M-real 2000-luvun alkupuolella ensin siirsivät metsänsä erillisille tytäryhtiöille, Tornator Oy:lle ja Forestia Oy:lle (myöh. Finsilva Oyj), ja tämän jälkeen myivät enemmistön niistä kotimaisille institutionaalisille sijoittajille, avautui oikeastaan ensimmäistä kertaa mahdollisuus tarkastella laajamittaisen metsänomistamisen kannattavuutta Suomessa.

Tämän tutkimuksen tarkoitus on analysoida Suomen toiseksi ja kolmanneksi suurimpien yksityisten metsänomistajien, Tornatorin ja Finsilvan, alkuvuosien taloudellista toimintaa ja suorituskykyä. Yhtiöiden tilinpäätöksistä laskettuja taloudellisia tunnuslukuja verrataan paitsi keskenään, myös julkisesti noteerattujen kiinteistö-sijoitusyhtiöiden vastaaviin. Yhteistä kaikille edellä mainituille yrityksille on se, että niiden liiketoiminta vaatii erittäin suuria rahoituspääomia ja perustuu kiinteistöistä ajan kuluessa saataviin vuotuisiin nettotuottoihin sekä kiinteistöomaisuuden arvonnousuun.

Erityisen mielenkiinnon kohteena tutkimuksessa on uusien metsänomistusyhtiöiden suhteellinen kannattavuus ja siihen läheisesti liittyvät pääomajärjestelmät. Tässä yhteydessä tarkastellaan myös yhtiöiden omistajien harjoittamaa niin sanotun velkavivun käyttöä, eli tässä tapauksessa oletusta siitä, että kiinteistöomaisuuteen sijoitetulle pääomalle saadaan lainarahan korkoa korkeampaa tuottoa.

Uusien metsänomistusyhtiöiden taloudellisia tunnuslukuja verrataan myös maamme suurimpien asuntosijoitusyhtiöiden vastaaviin, koska tutkimus-

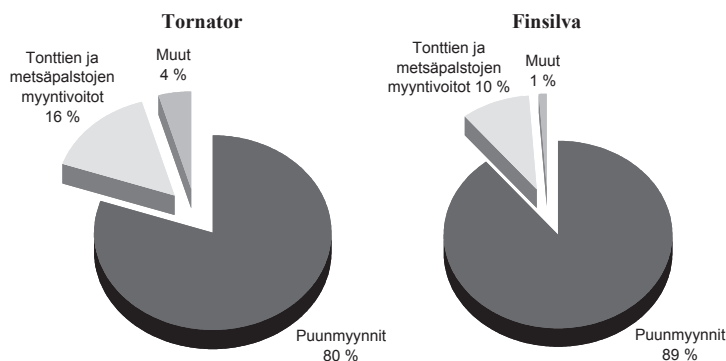
ten mukaan vuokra-asunnot ja metsäkiinteistöt ovat tuotto-odotuksiltaan ja riskiltään varsin samankaltaisia omaisuuslajeja (esim. Penttinen ja Lausti 2002, Uotila 2008). Tämän johdosta kyseisten omaisuusluokkien rooli monien institutionaalisten sijoittajien portfolioissa on samantyyppinen ja ehkä osin myös vaihtoehtoinen. Lisäksi maamme suurimpien asuntosijoitusyhtiöiden taustalta löytyvät samat, erittäin mittavia sijoitusomaisuuksia hallinnoivat eläke- ja vakuutusyhtiöt (mm. Varma, Ilmarinen, Etera, OP-Pohjola-ryhmä, Suomi-yhtiö) kuin mitkä ovat merkittäviä osakkeenomistajia Tornatorissa ja Finsilvassa.

2 Aineisto ja menetelmät

Tutkimus pohjautuu Tornatorin, Finsilvan (aik. Forestian) ja vertailussa mukana olevien kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöiden vuosikertomuksiin ja tilinpäätöksiin tuloslaskelmineen, taseineen, rahoituslaskelmineen ja lisätietoineen. Taloudellisten tunnuslukujen laskennassa sovelletaan Yritystutkimusneuvottelukunnan suosituksia (Yritystutkimuksen... 2005, IFRS-tilinpäätöksen... 2006), ellei toisin ole mainittu. Useat tilinpäätösanalyysit suorittavat tahot ovat omaksuneet nämä ohjeistukset standardeiksi.

Tornatorin ja Finsilvan taloudellista toimintaa verrattaessa on huomattava, että edellinen on vuoden 2007 alusta lähtien noudattanut kansainvälistä IAS/IFRS-tilinpäätösstandardia (IAS, International Accounting Standard; IFRS, International Financial Reporting Standards), kun taas jälkimmäinen on pitäytynyt kotimaisessa standardissa (FAS, Finnish Accounting Standard). Tämä tarkoittaa muun muassa sitä, että Tornator on arvottanut kasvavan puustonsa laskemalla sen nettotulojen nykyarvon (IFRS-tilinpäätöksen... 2006), kun taas Finsilvan käyttämä arvostusmenetelmä pohjautuu metsän hankintahintaan ja siihen vuosien varrella mahdollisesti tehtyihin arvonnousuihin. Erilaiset tilinpäätöskäytännöt, samoin kuin Finsilvan Tornatoriin nähden kohtalaisen niukka toimintakertomus- ja muu taloudellinen raportointi, vaikeuttavat yhtiöiden vertaamista erityisesti pääoman tuottojen osalta.

Toinen huomionarvoinen seikka on se, että merkit-



Kuva 1. Tornatorin ja Finsilvan liikevaihdon rakenne ajanjaksolla 2006–2009.
Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

tävä osa uusien metsänomistusyhtiöiden liikevaihdosta, liikevoitoista ja nettotuloksista on kertynyt maanmyynneistä saaduista myyntivoitoista. Tornator on perustamisestaan lähtien myynyt Suomessa sijaitsevaa maaomaisuuttaan nettomääräisesti noin 15 000 hehtaaria ja saanut siitä myyntivoittoa 75 miljoonaa euroa. Forestia ja Finsilvakin ovat saaneet käyttöomaisuuden myyntivoittoa yhteensä lähes 20 miljoonaa euroa. Näin suuret myyntivoitot kertovat siitä, että maaomaisuus – ja erityisesti niin sanotut kiinteistökohdekehityskohteet eli lähinnä lomarakennustontit, joita suurin osa myydyistä kohteista on ollut, – on alun perin arvostettu hyvin maltillisesti yhtiöiden taseissa. Osa analyyseistä tehdään ilman maanmyynneistä saatuja myyntivoittoja, jolloin saadaan parempi kuva yhtiöiden harjoittaman varsinaisen puuntuotannon kannattavuudesta.

Kaikki tilinpäätöksiin pohjautuvat vertailut olisi periaatteessa mahdollista ulottaa kattamaan ajanjakso 2003–2009, koska vuosi 2003 oli nykymuotoisen Tornatorin ensimmäinen kokonainen tilikausi ja Metsäliitto-konsernikin siirsi viimeisen merkittävän osan metsistään tytäryhtiölleen Forestia Oy:lle loppuvuonna 2002. Vuonna 2005 Forestian omistus-pohja, pääoma- ja rahoitusrakenne sekä osin myös liiketoiminta kuitenkin muuttuivat niin olennaisella tavalla (ks. Viitala 2010), että useissa yhteyksissä on tarkoituksenmukaisempaa vertailla Tornatorin ja pääosin Forestian kiinteistöjen pohjalle syntyneen uuden metsänomistusyhtiön, Finsilva Oyj:n, toimintaa ja taloudellista suorituskykyä vuodesta 2005 tai 2006 lähtien. Vuoden 2005 taloudellista asemaa ja tulosta kuvaavat tunnusluvut on laskettu yhdistämäl-

lä Forestia Oy:n (1.1.–5.9.2005) ja Finsilva Oyj:n (27.1.–31.12.2005) tilinpäätöstiedot.

Tornatoria ja Helsingin arvopaperipörssissä noteerattuja suuria kiinteistösijoitusyhtiöitä samoin kuin julkisesti noteerattomia asuntosijoitusyhtiöitä koskevat vertailut on luontevaa rajata ajanjaksoon 2007–2009, koska tällöin kaikki tarkasteltavat yhtiöt noudattivat kansainvälistä IFRS-tilinpäätöskäytäntöä muun muassa kiinteistöjen arvojen laskennassa. Tuloksia tulkittaessa on kuitenkin hyvä pitää mielessä, että taloudellisten suhdanteiden osalta vuosi 2007 oli niin kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiölle kuin metsänomistusyhtiöillekin poikkeuksellisen suotuisa. Kahtena seuraavana vuotena niiden liiketoimintaympäristö oli selvästi vaikeampi.

3 Tulokset

3.1 Tornatorin ja Finsilvan taloudellinen toiminta

3.1.1 Liikevaihto, liikevoitto ja nettotulos

Vaikka puun ja hakkuuoikeuksien myyntien merkitys Tornatorin ja Finsilvan liikevaihdossa on ollut hallitseva, 80–90 prosenttia, niin molempien yhtiöiden liiketoiminta on perustunut merkittävältä osin myös kiinteistökauppaan (kuva 1). Lähinnä lomarakennustonttien luovutuksista saatujen myyntivoittoa osuus yhtiöiden liikevaihdosta on vaihdellut vuosittain 10 ja 20 prosentin välillä. Tornatorilla

kyseinen osuus on ollut keskimäärin hieman suurempi kuin Finsilvalla, joskin osa erosta johtuu Finsilvan poikkeuksellisen suurista puunmyyntituloista vuonna 2007, jolloin ne kasvoivat kolmanneksen edellisvuodesta.

Edellä mainittujen pääliiketoimintojen lisäksi uudet metsänomistusyhtiöt myyvät maa-aineksia ja vuokraavat erilaisia käyttöoikeuksia. Maa-ainemyynnin, maanvuokrien (mm. metsästy, sähkölinjat), valtiolta saatujen suojelualuekorvausten ja metsänomistajille suunnattujen metsäpalveluiden yhteenlaskettu osuus yhtiöiden liikevaihdosta on kuitenkin jäänyt hyvin vähäiseksi, muutamaan prosenttiin. Tornatorilla kaikkien näiden kohtalaisen pienimuotoisten liiketoimintojen suhteellinen merkitys on ollut hieman suurempi kuin Finsilvalla. Varsinkin maa-aineksia (hiekkaa, soraa jne.) se on myynyt metsäalaa nähden enemmän kuin Finsilva.

Vaikka Tornatorin vuotuinen liikevaihto on ollut keskimäärin yli 2,6-kertainen Finsilvaan verrattuna, niin metsähehtaaria kohti tarkasteltuna tilanne muuttuu lähes päinvastaiseksi. Vuosina 2006–2009 Finsilvalle kertyi liikevaihtoa noin 200 euroa hehtaaria kohti, kun Tornatorilla se jäi vajaaseen 120 euroon. Ero johtunee pääosin siitä, että Finsilvan metsät ovat keskimäärin hieman puustoisempia ja yhtiö on myynyt hakkuuoikeuksia hakkuumahdollisuuksiin ja puuston kasvuun nähden Tornatoria enemmän, erityisesti vuonna 2007 (taulukko 1). Lisäksi yhtiöiden hakkuiden puutavaralajijakaumat saattavat poiketa toisistaan; puunmyyntitulojen ja arvioitujen keskikantohintojen perusteella siten, että Finsilvalla hakkuukertymä on painottunut enemmän tukkipuuhun. Tarkkojen vertailujen tekeminen on kuitenkin vaikeaa, koska Finsilva ei ilmoita puunmyyntimääriään eikä vuonna 2006 (uusien metsänhoitosuosituksen mukaan) päivitettyä hakkuusuunnitettaan.

Toimintansa alkuvuosina Tornator myi hakkuuoikeuksia merkittävästi kasvua vähemmän ja myös puumarkkinoiden huippusuhdanteessa, vuosina 2006–2008, se luovutti niitä jotakuinkin kestävien hakkuumahdollisuuksiensa mukaisesti. Yhtiö näyttäisikin perustavan toimintansa hyvin tasaisesti puunmyynteihin, kun taas Finsilvalla puunmyyntitulot ja siten oletettavasti myös puunmyyntimäärät ovat vaihdelleet vuosittain erittäin paljon. Osa vaihtelusta johtuu Finsilvan pyrkimyksestä kattaa nopeasti yhtiön perustamiseen liittyneitä kuluja (Finsilva... 2006),

Taulukko 1. Tornatorin ja Finsilvan (Forestian) metsäomaisuutta koskevia tunnuslukuja vuosina 2003/2004 ja 2009. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset ja vuosikertomukset, Yhteismetsä... (2003) ja Metinfo... (2010).

	Tornator	Finsilva (Forestia)
Vuonna 2003/2004		
Metsätalousmaata, 1 000 ha	613	121
Puuston keskitilavuus, m ³ /ha	90/95	107
Puuston kasvu, m ³ /ha/v	3,9	5
Kestävä hakkuusuunnite, m ³ /ha/v		
vuonna 2003	3,0	3,5
vuonna 2006	3,2	..
Hakkuuoikeuksien myynnit, m ³ /ha/v		
vuosina 2003–2005	2,6	3,8*
vuosina 2006–2009	3,2	5,3*
Keskikantohinta, euroa/m ³		
vuosina 2003–2005	28,7	25,7*
vuosina 2006–2009	30,5	33,2*
Vuonna 2009		
Metsätalousmaata, 1 000 ha	595	134
Puuston keskitilavuus, m ³ /ha	114	..

* Laskettu vuotuisen puunmyyntitulojen perusteella olettaen, että yhtiön saamat kantohinnat ovat vastanneet markkinahintoja Pirkanmaalla ja Keski-Suomessa. Kantohintojen painokertoimina on käytetty 'yhtiöiden omien metsien' markkinahakkuiden puutavaralajijakaumia kyseisillä alueilla (ks. Laatuseloste: Markkinahakkuut 2010). Keskikantohinnat ovat arvioita, koska painokertoimiin vaikuttavat myös muiden yhtiöiden (varsinkin UPM-Kymmene) ja vuodesta 2008 alkaen myös valtion hakkuut omissa metsissään.

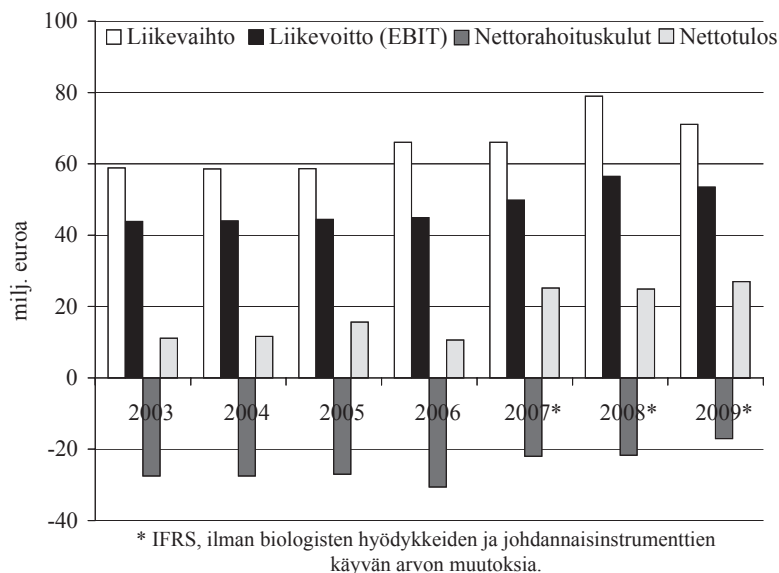
.. puuttuva tieto.

osa luultavasti vuonna 2007 vallinneesta poikkeuksellisen suotuisasta puumarkkinatilanteesta.

Hakkuukäytäntöjen ero tulee esiin myös monien muiden jatkossa esitettävien taloudellisten tunnuslukujen yhteydessä. Vaikka tarkastelujakso on lyhyt, erot voivat kuvata laajemminkin yhtiöiden erilaisia pyrkimyksiä ja mahdollisuuksia käyttää hyväksi puumarkkinoiden suhdanteita.

Tornatorin vuotuinen liikevoitto (*EBIT, earnings before interest and taxes*) oli ajanjaksolla 2003–2006 varsin tasaisesti noin 45 miljoonaa euroa (kuva 2). Tästä huolimatta rahoituserien ja verojen jälkeiseksi nettotulokseksi eli omistajien vuotuiseksi ylijäämäksi jäi vain 10–15 miljoonaa euroa. Tämä johtui siitä, että rahoituskulut eli pitkäaikaisten lainojen korko- ja korkosuojauskulut veivät lähes puolet liikevoitosta.

Vuonna 2007 Tornatorin liikevoitto ja erityisesti nettotulos kasvoivat selvästi – ennen muuta uusien lainajärjestelyiden aikaansaamien rahoituskulujen



Kuva 2. Tornatorin liikevaihto, liikevoitto (EBIT), nettorahoituskulut ja nettotulos vuosina 2003–2009. Lähde: yhtiön tilinpäätökset.

pienenemisen (ks. Viitala 2010) ja kantohintojen nousun ansiosta. Vaikka kantohinnat hieman laskivat seuraavana vuonna, yhtiön nettotulos säilyi suunnilleen edellisvuoden tasolla, noin 25 miljoonassa eurossa, aikaisempaa selvästi suuremman puun luovutusmäärän johdosta.

Tarkastelujakson viimeisenä vuonna Tornatorin nettotulos nousi ennätystasolle eli 27 miljoonaa euroon. Merkittävin taustatekijä tuloksen parantamisessa oli yleinen markkinakorkojen aleneminen, minkä johdosta yhtiön rahoituskulut alenivat selvästi edellisvuoteen verrattuna.

Finsilvan nettotulos oli tilinpäätöskäytäntöjen osalta vertailukelpoisimmalla kaudella eli vuonna 2006 noin 10 miljoonaa euroa (kuva 3), ts. samaa suuruusluokkaa kuin liikevaihdoltaan kaksi kertaa suuremmalla Tornatorilla. Jos maanmyynneistä kertyneitä myyntivoittoja ei oteta huomioon, yhtiön nettotulos oli jopa hieman suurempi kuin Tornatorin. Tämä tosin johtuu Tornatorin poikkeuksellisen suurista rahoituskuluista kyseisenä vuonna, jolloin se järjesteli lainarahoituksensa uudelleen.

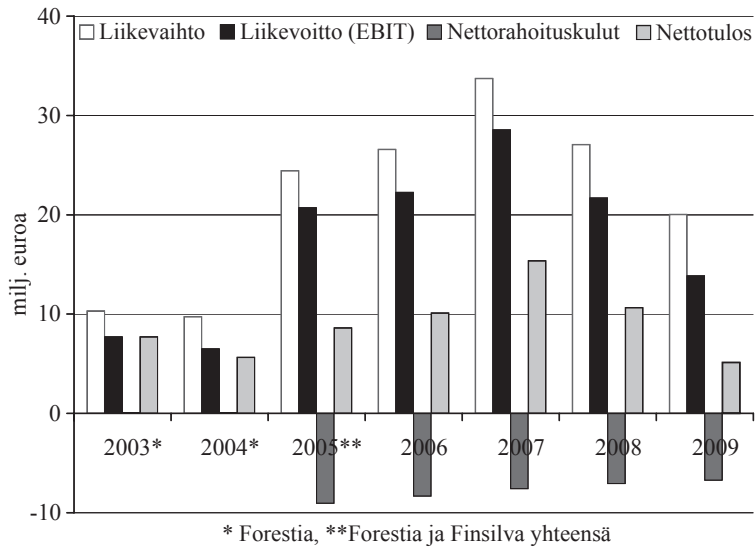
Merkille pantavaa on Finsilvan tunnuslukujen voimakas vaihtelu yhtiön olemassaolon aikana. Vuonna 2007 yhtiön liikevaihto nousi poikkeuksellisen suureksi korkeiden kantohintojen ja suuren puun

myyntimäärän johdosta, mikä heijastui myös nettotuloksessa, joka oli yli 15 miljoonaa euroa. Vuonna 2009 yhtiön liikevaihto oli enää runsaat puolet ja nettotulos enää kolmannes ennätysvuoden tasosta.

Jos lähtökohtana pidetään 2000-luvun jälkipuolen keskimääristä reaalista kantohintatasoa eikä Finsilvan hakkuu- ja kiinteistöpolitiikassa tapahdu jatkossa suuria muutoksia, yhtiön nettotuloksen voi rahoituskulujen tasaisen pienenemisen myötä olettaa vakiintuvan 8–10 miljoonan euron tasolle. Taloudellinen ylijäämä tosin tulee riippumaan olennaisesti omistajien yhtiön pääoma- ja rahoitusrakenteille asettamista pitkän aikavälin tavoitteista, tulevien vuosien hakkuukertymien rakenteista sekä markkinakorkojen kehityksestä.

Kuvasta 3 ilmenee myös Finsilvan toiminnan ja pääomarakenteen selvä muutos vuonna 2005. Tällöin yhtiö osti Forestian koko osakekannan ja sen myötä noin 121 000 hehtaarin metsäomaisuuden Metsäliitto-konsernilta. Samassa yhteydessä se lisäksi hankki Suomi-yhtiöltä noin 14 000 hehtaaria metsää pääosin velkarahoituksella (ks. Viitala 2010).

Metsänomistusyhtiöiden taloudellista suorituskykyä voidaan verrata myös voittoprosenttien avulla, ts. suhteuttamalla nettotulokset yhtiöiden liikevaihto-



Kuva 3. Forestian ja Finsilvan liikevaihto, liikevoitto (EBIT), nettorahoituskulut ja nettotulos vuosina 2003–2009. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

toon. Näin mitaten niiden kannattavuus on ollut suunnilleen samaa tasoa viime vuosina. Kun Tornatorin nettotulos (ilman käyvän arvon muutoksia) oli ajanjaksolla 2007–2009 noin 36 prosenttia liikevaihdosta, niin Finsilvalla se oli yhden prosenttiyksikön suurempi. Ero näyttäisi olevan selvästi suurempi eli noin 7 prosenttiyksikköä Finsilva hyväksi, kun tarkastelun kohteena on hieman pitempi ajanjakso 2005–2009. Tämä johtuu pääosin siitä, että Tornatorin alkuvuosien toimintaa rasittivat erittäin suuret rahoituskulut.

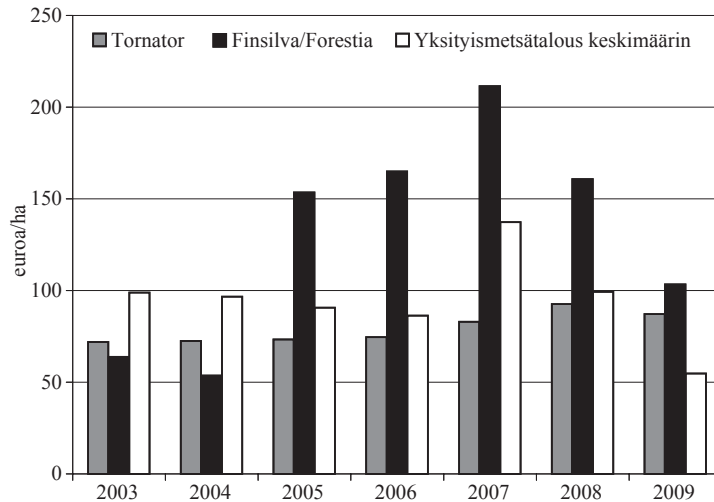
Voittoprosentin ohella metsänomistusyhtiöitä voidaan verrata käyttökateeseen (*EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) pohjautuvan suhteellisen tunnusluvun avulla. Tällöin tarkastelun ulkopuolelle jäävät rahoituskulut, välittömät verot, poistot ja arvonalentumiset (ks. esim. Leppiniemi ja Leppiniemi 2006) eli erät, jotka riippuvat yhtiöiden pääomarakenteesta taikka jotka ovat osin laskennallisia tai harkinnanvaraisia.

Tornatorin käyttökateprosentti eli käyttökate suhteessa liikevaihtoon on ollut varsin vakaa eli 77–79 prosenttia lukuun ottamatta vuotta 2008. Tällöin se jäi 73 prosenttiin lähinnä operatiivisen toiminnan poikkeuksellisen suurten kulujen takia. Finsilvan käyttökateprosentti oli ajanjaksolla 2007–2009 keskimäärin 78 prosenttia eli suunnilleen samaa

tasoa kuin Tornatorilla. Jos vuotta 2009 ei oteta huomioon, Finsilvan käyttökateprosentti on vaihdellut 80 ja 85 prosentin välillä eli ollut jonkin verran Tornatorin vastaavaa korkeampi.

Edellä esitetyt erot yhtiöiden käyttökateprosentissa tarkoittavat käytännössä sitä, että vuosina 2007–2009 operatiiviseen toimintaan kului Finsilvalla keskimäärin 22 senttiä yhdestä myyntieurosta ja Tornatorilla 25 senttiä. Eron taustalla voi olla useita tekijöitä, esimerkiksi se, että Finsilva on ulkoistanut operatiivisen toimintansa käytännössä kokonaan, kun taas Tornator hoitaa pääosan siitä omalla henkilökunnallaan. Olettaen, että Finsilva on maksanut lähinnä Metsäliitto-konsernilta ostamistaan puukauppa-, metsänhoito-, rahoitus- ja kiinteistöhallintapalveluista markkinahinnan, tulos voisi kuvata ulkoistamisen avulla saatuja tehokkuushyötyjä. Toisaalta kyse saattaa tässäkin tapauksessa olla ainakin osittain siitä, että Finsilva myi tarkastelujaksojen aikana hakkuuoikeuksia suhteellisesti (hakkuumahdollisuuksiin ja puuston kasvuun nähden) hieman enemmän kuin Tornator ja/tai yhtiöiden hakkuupoistumien rakenteet poikkesivat toisistaan.

Uusien metsänomistusyhtiöiden liiketuloja voidaan tietyin edellytyksin verrata myös yksityismetsätalouden vuotuisiin katelaskelmiin. Kun Tornatorin vuotuinen liikevoitto oli ajanjaksolla



Kuva 4. Tornatorin, Finsilvan (Forestian) ja yksityismetsätalouden liikevetokset hehtaaria kohti vuosina 2003–2009. Lähteet: yhtiöiden tilinpäätökset ja Uotila (2010a).

2003–2006 keskimäärin 73 euroa hehtaaria kohti, niin koko maan yksityismetsätaloudessa se oli selvästi suurempi eli keskimäärin 93 euroa hehtaaria kohti (Metsätalastollinen... 2008) (kuva 4).

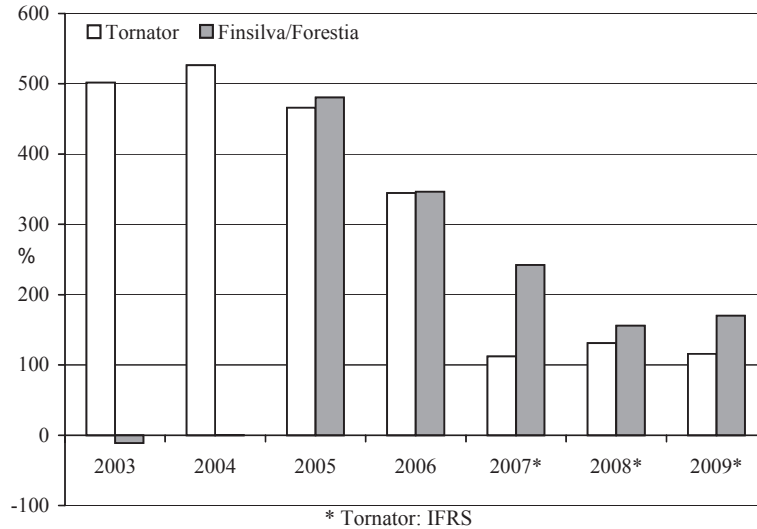
Tämän ajanjakson jälkeen yksityismetsätalouden liikevoitto on vaihdellut vuosittain erittäin paljon. Vuonna 2007 se nousi kaikkien aikojen korkeimpien bruttokantorahatulujen myötä peräti 137 euroon hehtaaria kohti laskeakseen seuraavana vuonna 99 euroon ja sitä seuraavana vuonna edelleen noin 55 euroon eli reaalisesti samalle tasolle kuin lamavuosina 1990-luvun alussa (Uotila 2010a). Tornatorilla se jäi myös tällä ajanjaksolla (2007–2009) koko yksityismetsätaloutta hieman alemmaksi, keskimäärin 88 euroon hehtaaria kohti. Toisaalta Tornatorin liikevoitto hehtaaria kohti on ollut vakaampi kuin yksityismetsätaloudessa keskimäärin ja selvästi vakaampi kuin Finsilvalla.

Jos tarkastelun kohteena on pisin mahdollinen ajanjakso eli vuodet 2003–2009, Finsilvan (ja Forestian) keskimääräiseksi liikevoitoksi saadaan 130 euroa, yksityismetsätalouden 95 euroa ja Tornatorin 79 euroa hehtaaria kohti. Merkille pantavaa on lisäksi se, että niiden neljän Itä-Suomen metsäkeskuksen alueella, jossa suurin osa Tornatorin metsistä sijaitsee, yksityismetsätalouden liikevoitto ajanjaksolla 2003–2009 oli noin 130 euroa hehtaaria kohti ja

alimmillaankin (poikkeuksellista vuotta 2009 lukuun ottamatta) selvästi enemmän kuin Tornatorilla yhtenäkin jaksoon sisältyvänä vuotena.

Merkittävä osa liikevoittoihin liittyvistä eroista johtunee Tornatorin päätehakuuikäisen puuston vähäisestä määrästä ja siten hakkuupoistuman rakenteesta, mutta toisaalta yhtiön luvuissa ovat mukana myös maanmyynneistä saadut myyntivoitot. Toinen eroihin vaikuttava tekijä saattaa tässäkin tapauksessa liittyä operatiivisen toiminnan kuluihin. Ajanjaksolla 2007–2009 yksityismetsätalouden bruttokantorahatuloista 22 prosenttia kului operatiiviseen toimintaan (puuntuotannon kokonaiskustannuksiin), kun osuus oli Tornatorilla edellä mainittu 25 prosenttia. Kustannusten ero ei kuitenkaan välttämättä johdu toiminnan tehokkuudesta, vaan kyse saattaa olla joiltakin osin, esimerkiksi metsänomistajien oman työn osalta, myös laadullisesti erilaisesta toiminnasta. Tornatorin metsissä saatetaan yleisesti ottaen myös käyttää intensiivisempiä metsänhoidon menetelmiä kuin yksityismetsissä keskimäärin.

Finsilvan liikevoitto hehtaaria kohti oli vuosina 2005–2009 keskimäärin 159 euroa hehtaaria kohti eli noin kaksinkertainen Tornatoriin nähden ja myös selvästi suurempi kuin yksityismetsätaloudessa keskimäärin. Ero johtunee ennen muuta Finsilvan aktiivisuudesta hakkuuoikeuksien myynneissä ja



Kuva 5. Tornatorin ja Finsilvan (Forestian) nettovelkaantumisaste (*gearing*) vuosina 2003–2009, %. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

yhtiön hakkuupoistuman puutavaralajijakaumasta, mutta taustalla saattavat olla myös yhtiön alhaiset operatiiviset kustannukset. Näiden kolmen tekijän vaikutusten erottaminen toisistaan ei ollut käytettävissä olevan aineiston puitteissa mahdollista.

3.1.2 Velkaantuneisuus ja maksuvalmius

Kuten nettorahoituskulujen tarkastelusta edellä kävi ilmi, Tornator ja Finsilva olivat etenkin toimintansa alkuvuosina erittäin velkaisia yhtiöitä. Mittava velkataakka johtui vuosina 2001–2005 toteutetuista omistus- ja rahoitusjärjestelyistä, joissa yhtiöt ostivat metsäomaisuutensa pääosin lainapääomalla (ks. Viitala 2010).

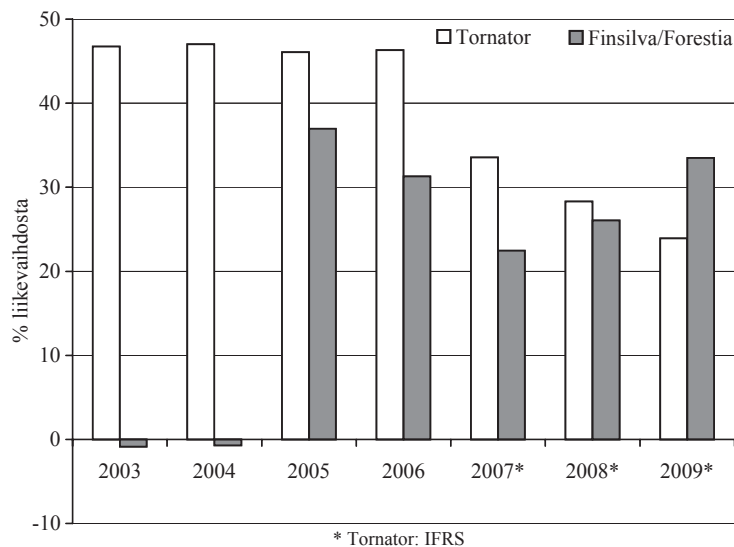
Tornatorin omavaraisuusaste oli pääosin vuonna 2003 toteutettujen omistus- ja rahoitusjärjestelyiden jälkeen vain vajaa 15 prosenttia ja nettovelkaantumisaste (*gearing*) noin 500 prosenttia (kuva 5). Toisin sanoen yhtiöllä oli korollista nettovelkaa – korollista velkaa likvidien varojen jälkeen – viisi kertaa enemmän kuin omaa pääomaa.

Vuoteen 2006 mennessä Tornatorin nettovelkaantumisaste saatiin pudotettua runsaaseen 300 prosenttiin, ja uusien lainajärjestelyiden ja kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön siirtymisen seurauk-

sena edelleen noin 100 prosenttiin vuonna 2007. Samalla yhtiön omavaraisuus nousi kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöillekin jo varsin kohtuullisena pidettävälle tasolle, 25 prosenttiin (vrt. Yritystutkimuksen... 2005).

Vaikka Tornatorin omavaraisuusaste nousi ja nettovelkaantumisaste laski huomattavasti vuosien 2006 ja 2007 aikana, niin sen korollisten nettovelkojen määrä ei ole vuosien varrella juuri muuttunut. Yhtiöllä on ollut koko ajan nettovelkaa 350–400 miljoonaa euroa. Parantuneet tunnusluvut johtuvat pääosin IFRS-tilinpäätöskäytäntöön siirtymiseen liittyneestä metsäomaisuuden arvostamiskäytännön muutoksesta. Vuonna 2008 yhtiön nettovelat itse asiassa kasvoivat ennätyselliseen 440 miljoonaan euroon, kun se osti lisää metsää ennen muuta Romaniasta ja otti tätä tarkoitusta varten 36 miljoonan euron lisälainan. Samalla se lyhensi vanhoja pitkäaikaisia lainojaan vain 7 miljoonalla eurolla. Vuonna 2009 lyhennykset jäivät samalle tasolle, mikä saattoi johtua alhaisesta korkotasosta, mutta myös siitä, että yhtiö katsoi saavuttaneensa optimaalisen pääoma- ja rahoitusrakenteen.

Metsäliiton tytäryhtiö Forestia oli käytännössä velaton yhtiö, mutta vuodesta 2005 lähtien toimineen Finsilvan pääomarakenteen on hyvin erityyppinen. Vieraan pääoman suuri osuus yhtiön taseessa joh-



Kuva 6. Tornatorin ja Finsilvan (Forestian) nettorahoituskulut liikevaihdosta vuosina 2003–2009, %. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

tuu sen perustamisen yhteydessä tehdyistä rahoitusjärjestelyistä: omistajat sijoittivat Finsilvaan jonkin verran omaa pääomaa, mutta pääosan maanhankinnoistaan se rahoitti syndikoiduilla pankkilainoilla. Vastaavanlainen velkavetoinen pääomarakenne oli luotu Tornatorille runsas kaksi vuotta aikaisemmin ja Stora Enson Ruotsissa sijaitsevien metsien pohjalta perustetulle uudelle metsänomistusyhtiölle, Bergvik Skog AB:lle, noin vuotta aikaisemmin.

Finsilvan nettovelkaantumisaste on pudonnut varsin tasaisesti ja on nykyään noin 170 prosenttia. Kehityksen taustalla on ennen muuta yhtiön maltillinen osingonjakopolitiikka ja kohtalaisen aktiivinen pyrkimys lyhentää lainojaan. Vuosina 2007–2009 yhtiö maksoi takaisin pitkäaikaisia lainojaan yhteensä 21 miljoonalla eurolla eli saman verran kuin Tornator, jonka nettotulos oli kyseisellä ajanjaksolla kuitenkin noin 2,5-kertainen Finsilvan vastaavaan verrattuna. Jos Finsilva arvostaisi metsänsä käypään arvoon, sen nettovelkaantumisaste ja omavaraisuusaste olisivat luultavasti hyvin lähellä Tornatorin vastaavia.

Muut velkaantuneisuuden ja maksuvalmiuden mittarit

Tornatorin ja Finsilvan velkaantuneisuutta on syytä tarkastella myös sellaisilla mittareilla, jotka eivät ole suoraan riippuvaisia käytetyistä tilinpäätöskäytännöistä ja niihin liittyvistä metsäomaisuuden arvotuksista. Yksi tähän tarkoitukseen sopiva mittari on nettorahoituskulujen osuus liikevaihdosta.

Tornatorilla nettorahoituskulujen osuus liikevaihdosta oli alkuvuosina lähes 50 prosenttia, mutta vuosien 2006 ja 2007 vaihteessa toteutettujen uusien lainajärjestelyiden, markkinakorkojen laskun ja puunmyyntitulojen kasvun myötä se on saatu alenemaan vajaan 25 prosenttiin (kuva 6). Nettorahoituskulujen merkittävästä pienenemisestä huolimatta lähes joka neljäs yhtiön saama myyntieuro päättyy siis edelleen velkojille.

Finsilvalla nettorahoituskulujen osuus liikevaihdosta pieni varsinkin nopeasti vuoteen 2007 saakka. Yhtiön nettorahoituskulut ovat tämänkin jälkeen tasaisesti laskeneet (ks. kuva 3), mutta samaan aikaan puun myyntitulot ovat vähentyneet niin paljon, että nettorahoituskulujen osuus yhtiön liikevaihdosta on noussut uudestaan yli 30 prosentin eli jotakuinkin alkuvuosien tasolle.

Yhtiöiden velkaantumisastetta voidaan arvioida

myös sen perusteella, kuinka monta vuotta niiltä kestäisi maksaa liikevoitoillaan nettovelkansa pois. Kun omaisuuden mahdollisia arvonmuutoksia ei oteta huomioon ja lähtökohtana pidetään ajanjakson 2007–2009 keskimääräisiä liikevoittoja, Tornatorilla tähän kuuluisi noin kahdeksan ja Finsilvalla runsaat kuusi vuotta. Tulokset eivät juuri muutu, vaikka tarkastelun kohteena olisi hieman pidempi ajanjakso, Tornatorin kohdalla 2006–2009 tai 2003–2009 ja Finsilvalla 2006–2009.

Edellä esitetyt ovat kohtalaisen korkeita lukuja eritoten ottaen huomioon vuosien 2006–2008 korkeat kantohinnat ja lomatonttien hinnat, joskin kiinteistöihin sijoittavat yhtiöt toimivat tyypillisesti selvästi enemmän vieraan pääoman ja velkavivun varassa kuin teollista toimintaa harjoittavat yhtiöt. Lisäksi on huomattava, että tunnusluku riippuu olennaisesti tarkasteltavan yrityksen liiketuloksen vakaudesta. Esimerkiksi perinteisesti vakavaraisena pidetyn UPM-Kymmeneen tunnusluku on vaihdellut 2000-luvulla yhtiön vuotuisen liikevoiton mukaan erittäin paljon, runsaasta neljästä vuodesta yli kymmeneen vuoteen, kun aineettomien ja aineellisten hyödykkeiden arvonmuutoksia ei oteta huomioon (UPM-Kymmene... 2005–2010). Vuoden 2009 vaikeassa markkinatilanteessa yhtiön tunnusluku nousi jopa yli kahdenkymmenen vuoden.

Myös vieraan pääoman takaisinmaksuajat ovat huomattavan korkeita. Vaikka lähtökohtana pidetään kantohintojen huippuvuosia 2007–2008, Tornatorilta kuuluisi yli 16 vuotta ennen kuin se pystyisi maksamaan korolliset nettovelkansa tulo- ja rahoituksellaan; tulo- ja rahoitus sisältää laskelmassa tilikauden nettotuloksen ja poistot. Finsilvalla tähän kuuluisi noin 10 vuotta; yhtiön koko olemassaolon (2006–2009) keskimääräisen vuotuisen tulo- ja rahoituksen perusteella vajaa 15 vuotta.

Suurista rahoituskuluista huolimatta sekä Tornatorin että Finsilvan maksuvalmius on säilynyt koko ajan suhteellisen vakaana. Tämä on ennen muuta yhtiöiden pitkäaikaisiin puunmyyntisopimuksiin ja maanmyynteihin pohjautuvan melko tasaisen kasvavien ansiota. Niin sanottu *quick ratio* -tunnusluku, joka mittaa yritysten kykyä selviytyä lyhytaikaisista veloista rahoitusomaisuudellaan, on ollut molemmilla yhtiöillä tilinpäätöshetkillä selvästi yli yksi eli yleisesti hyvänä pidetyllä tasolla (ks. esim. Yritystutkimuksen... 2005). Hieman pitemmän ai-

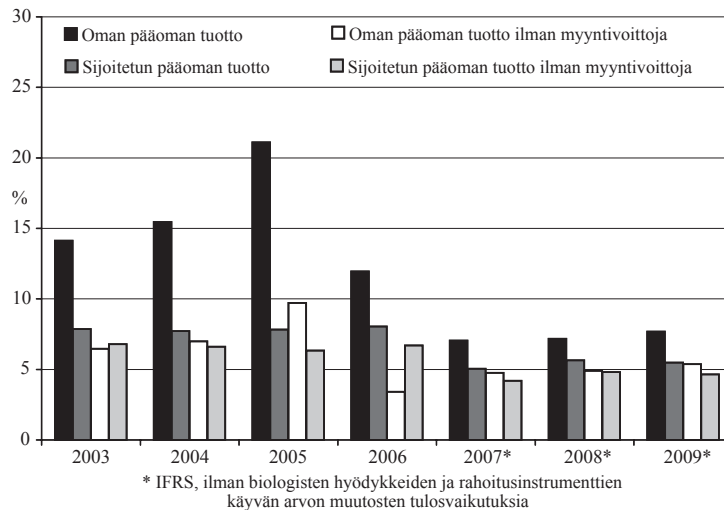
kavälin maksuvalmiutta kuvaava ja myös vaihtomaisuuden realisointimahdollisuuden huomioon ottava *current ratio* -tunnusluku on ollut molemmilla tyydyttävä. Lisäksi yhtiöiden korkokate, ts. kyky maksaa käyttökatteella korkokulujaan, on ollut hyvä. Esimerkiksi vuosina 2006–2009 Tornatorin käyttökate oli noin 2,4-kertainen ja Finsilvan lähes kaksinkertainen korkokuluihin nähden.

3.1.3 Pääoman tuotto

Uusien metsänomistusyhtiöiden oman pääoman tuotto (*ROE, return on equity*) on ollut suhteellisen korkea, joskin se on vaihdellut vuosittain melko paljon. Tornatorilla kyseinen tuotto oli alkuvuosina 15–20 prosenttia, mutta putosi vuonna 2006 tehdyistä lainajärjestelyistä koituneiden mittavien kertaluonteisten kustannusten johdosta runsaaseen 10 prosenttiin ja seuraavana vuonna tapahtuneen IFRS-tilinpäätöksen siirtymisen (lähinnä kasvavan puuston arvostuksen muutoksen) johdosta edelleen runsaan 7 prosentin tasolle (kuva 7).

Sijoitetun pääoman tuotto (*ROCE, return on capital employed*) on ollut selvästi oman pääoman tuottoa alempi, mikä johtuu ennen muuta vieraan pääoman suuresta osuudesta yhtiön taseessa. Kansainvälisen tilinpäätöskäytännön mukaisella ajanjaksolla 2007–2009, jolloin biologiset resurssit oli arvostettu Tornatorin taseessa käypien arvojen mukaan, sijoitetun pääoman tuotto oli runsaat viisi prosenttia. Sitä edeltäneellä jaksolla (2003–2006) se oli jonkin verran korkeampi, seitsemän prosenttia, mutta tämä johtui metsien alhaisesta tasearvosta.

Tornatorin pääoman tuotto muuttuu olennaisesti, jos maanmyynneistä saatuja myyntivoittoja ei oteta huomioon, so. tarkastelun kohteena on lähinnä puuntuotannon kannattavuus. Ilman kyseisiä myyntivoittoja Tornatorin oman pääoman tuotto jää IFRS-tilinpäätöskäytännön mukaisella ajanjaksolla eli vuosina 2007–2009 keskimäärin noin viiteen prosenttiin. Kun yhtiö maksoi samaan aikaan lainoistaan nettokorkoa keskimäärin 4,35 prosenttia (Tornator... 2008, 2009, 2010), niin osakkeenomistajien voidaan päätellä saaneen sijoittamalleen pääomalleen vajaan prosenttiyksikön suuremman korvauksen kuin lainanantajat. Omistajien kannalta ero saattaa olla tavoiteltua pienempi, koska he kantavat oman pää-



Kuva 7. Tornatorin oman ja sijoitetun pääoman tuotto vuosina 2003–2009, %.

Lähde: yhtiön tilinpäätökset.

oman muotoisten sijoitustensa johdosta suuremman riskin kuin ulkopuoliset rahoittajat.

Toisaalta Tornatorin uusille osakkeenomistajille, eläke- ja vakuutusyhtiöille, ei ole luultavasti suurta merkitystä sillä, saavatko ne tuottoa sijoituksilleen puuntuotannosta vai kiinteistöjalostustoiminnasta. Tämän takia niillä ei ole myöskään erityistä tarvetta laskea metsänomistusyhtiön oman pääoman tuottoa ilman maanmyynneistä koituneita myyntivoittoja. Stora Enson kannalta tilanne voi olla ainakin osittain toinen, sillä Tornatorin saamat huomattavat maanmyyntivoitot ilmentävät sitä, että konserni myi metsänsä sille aikoinaan verraten edulliseen hintaan. Maanmyyntien vaikutusten erittely on perusteltua myös siinä mielessä, että näin saadaan tarkempi kuva metsänomistamiseen keskittyneiden yhtiöiden varsinaisen puuntuotannollisen toiminnan kannattavuudesta.

Pitemmällä ajanjaksolla 2003–2009, ts. yhtiön perustamisesta lähtien, Tornatorin oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 12 prosenttia, mutta tämä johtuu paljolti metsien aliarvostuksesta yhtiön taseessa ennen vuotta 2007, jolloin yhtiö siirtyi kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön. Jos maanmyyntejä ei oteta huomioon, yhtiön oman pääoman tuotto oli kyseisellä jaksolla noin 6 prosenttia. Vuonna 2006 Tornatorin oman pääoman tuotto ilman maanomaisuuden myyntivoittoja jäi poikkeuksellisesti

alle sijoitetun pääoman tuoton, mikä johtui ennen muuta lainajärjestelyihin liittyneistä ylimääräisistä kertaluonteisista kuluista.

Edellä esitetyt maanmyynneillä oikaistut pääoman tuotot ovat suuntaa-antavia, koska maanmyyntien kuluja ei ole eritelty Tornatorin (eikä Finsilvan) tilinpäätöksissä. Tuotot on laskettu olettaen, että yhtiön henkilöstö-, materiaali- ja muut kulut jakaantuvat tasaisesti eri liiketoiminnoille, so. liikevaihdon mukaisin osuuksin. Lisäksi laskelmissa on sovellettu 26 prosentin yhteisöverokantaa; poikkeuksena vuosi 2007, jolloin Tornator ei uusista rahoitusjärjestelyistä aiheutuneiden ylimääräisten kulujen vuoksi käytännössä maksanut lainkaan tuloveroa.

Tornatorin omistajien vuosina 2007–2009 saamaa pääoman tuottoa voidaan tietysti varauksin verrata myös koko yksityismetsätalouden vastaavaan. Yksityismetsätalouden nimellinen sijoitustuotto ilman kantohintojen muutoksista johtuneita metsäomaisuuden arvonmuutoksia oli ajanjaksolla 1993–2009 keskimäärin runsaat kolme prosenttia ja vuosina 2007–2009 noin neljä prosenttia (Uotila 2008, 2009, 2010b). Jälkimmäinen on runsaan prosenttiyksikön pienempi kuin Tornatorin oman pääoman tuotto ilman maanmyynneistä saatuja myyntivoittoja vastaavalla ajanjaksolla.

Vertailussa on tosin huomattava, että kaikille yksityismetsänomistajille puuntuotanto tai sen avul-

la saadut rahatulot eivät suinkaan ole ensisijaisia tavoitteita. Toisin sanoen yksityismetsätalouden keskiarvossa ovat mukana myös omistukset, joissa esimerkiksi maisemanhoito tai hyvin kaukana tulevaisuudessa oleva perinnönjako alentavat metsästä saatua rahatuloa.

Lisäksi sitoutuneiden pääomien laskentaperusteissa on hieman eroja. Yksityismetsätalouden osalta pääomat on laskettu edellisten vuosien loppujen kantohintojen ja pystypuuston määrän perusteella, eli ne ovat niin sanottuja hakkuuarvoja. Vuonna 2003 hakkuuarvo oli koko maan tasolla noin viisi prosenttia alempi kuin neljän prosentin korolla laskettu tuottoarvo (Laatuseloste: Metsä... 2010). Koska Tornatorin kohdalla metsään sitoutunut pääoma on perustunut tuottoarvoon vasta vuodesta 2007 lähtien, yhtiön ja yksityismetsätalouden suhteellisia kannattavuuksia on luontevaa verrata vasta tästä ajankohdasta alkaen.

Vaikka Tornatorin liiketulos (*EBIT*) hehtaaria kohti jäi vuosina 2007–2009 hieman pienemmäksi kuin yksityismetsätaloudessa keskimäärin (ks. kuva 4), niin yhtiön sijoitetun pääoman tuotto oli noin prosenttiyksikön suurempi kuin yksityismetsätaloudessa. Tämä viittaa siihen, että yhtiön (puustoon) sitoutunut pääoma on pienempi kuin yksityismetsätaloudessa keskimäärin. Koska puustojen keskitilavuuksissa ei ole merkittävää eroa (Metsätalollinen... 2008, 2009; Tornator... 2009, 2010), kyse lienee ennen muuta puuston erilaisista ikäluokkajakaumista, so. Tornatorin metsissä on vähemmän järeää puustoa kuin yksityismetsissä keskimäärin. Toisaalta näin lyhyen ajanjakson tarkastelussa myös puustopääoman pitkän aikavälin kehittämistavoitteet saattavat vaikuttaa olennaisesti Tornatorin kaltaisten yhtiöiden liike- ja nettotuloksiin ja sitä kautta laskettuihin tunnuslukuihin.

Vaikka mittava velkataakka on tarkoittanut korkeita nettorahoituskuluja, niin toisaalta se on mahdollistanut Tornatorin osakkeenomistajille erittäin hyvän tuoton, kun lähtökohtana pidetään omistajien yhtiöön alun perin (vuonna 2002) sijoittamaa pääomaa. Esimerkiksi vuosina 2007–2009 yhtiön sidotun oman pääoman tuotto oli noin 30 prosenttia; sidottuun omaan pääomaan on tällöin luettu osakepääoma, käyvän arvon rahasto sekä vanhan osakeyhtiölain aikana muodostunut ylikurssirahasto. Osittain kyseessä on laskennallinen tuotto, jonka lo-

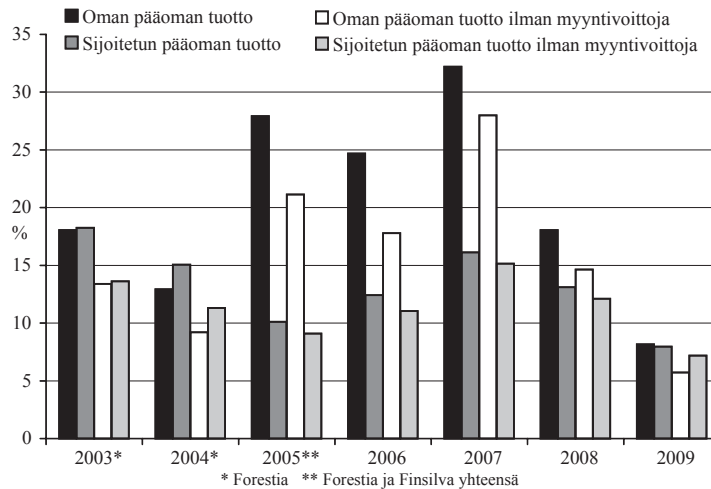
pullinen suuruus tulee määräytymään ennen kaikkea Tornatorin metsäomaisuuden (kasvavan puuston) vastaisen arvonkehityksen – eli lähinnä kantohintojen ja korkotason kehityksen perusteella.

Finsilvan oman pääoman tuotto on ollut erittäin korkea, keskimäärin noin 22 prosenttia (kuva 8), mutta merkittävä osa tästä johtuu metsäomaisuuden todennäköisestä aliarvostuksesta yhtiön taseessa. Erilaisen tilinpäätöskäytännön vuoksi maanmyynneistä saadut myyntivoitotkaan eivät ole olleet niin ratkaisevassa asemassa kuin Tornatorilla. Ilman kyseisiä voittojakin Finsilvan oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 17 prosenttia ja sijoitetun pääoman tuottoakin yli 10 prosenttia. Vuoden 2007 erittäin korkeat pääoman tuotot tuskin kuitenkaan tulevat toistumaan lähivuosina, koska ne liittyvät erityisesti ajankohdan poikkeuksellisen korkeisiin kantohintoihin.

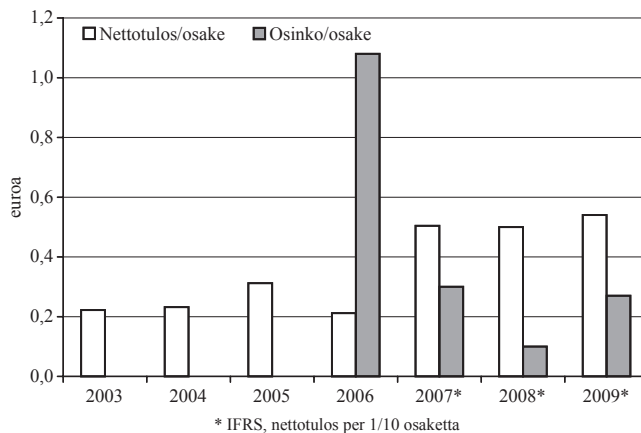
Huomionarvoista on myös se, että Finsilvan oman ja sijoitetun pääoman välinen tuottoero on vuodesta 2005 lähtien (pl. vuosi 2007) vähitellen kaventunut muun muassa yhtiön pääomarakenteen vahvistumisen myötä. Vuonna 2009 kyseinen ero oli jo hyvin pieni. Jos käyttöomaisuuden (metsäkiinteistöjen) myyntivoittoja ei oteta huomioon, yhtiön oman pääoman tuotto jäi tuolloin jonkin verran sijoitetun pääoman tuottoa alemmaksi. Tämä viittaa siihen, että yhtiön lainojen keskikorko oli kyseisenä vuonna selvästi korkeampi kuin Tornatorin 3,5 prosenttia. Samaan johtopäätökseen päädytään, kun efektiivistä keskikorkoa koskevat laskelmat tehdään yhtiöiden tuloslaskelmien ja taseiden liitetietojen perusteella.

3.1.4 Osingonjakopolitiikka

Tornator ja Finsilva ovat harjoittaneet hyvin erilaista osingonjakopolitiikkaa. Lainasopimustensa mukaisesti Tornator ei maksanut omistajilleen osinkoa tilikaudelta 2003–2005, mutta seuraavan neljän vuoden nettotuloksistaan se jakoi niitä yhteensä peräti 88 miljoonaa euroa (kuva 9). Käytännössä yhtiö jakoi tällöin kaikki vuosina 2004–2008 kertyneet voittovaransa osakkeenomistajilleen. Erityisen suuret osingot (54 milj. e) se jakoi vuoden 2006 tuloksestaan eli juuri ennen siirtymistään IFRS-tilinpäätöskäytäntöön.



Kuva 8. Finsilvan (Forestian) oman ja sijoitetun pääoman tuotto vuosina 2003–2009, %. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

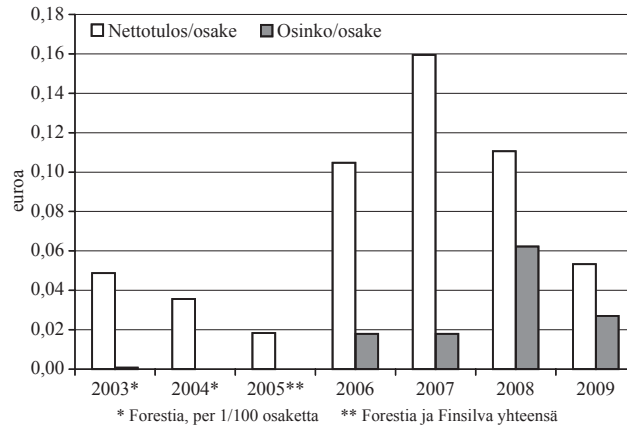


Kuva 9. Tornatorin osakekohtainen nettotulos ja osinko vuosina 2003–2009, euroa. Vuonna 2007 Tornator vähensi osakkeidensa lukumäärän kymmenesosaan aikaisemmasta. Lähde: yhtiön tilinpäätökset.

Periaatteessa osinkojen jakamiseen ei olisi tarvittu juuri lainkaan puunmyyntituloja, vaan Tornator olisi voinut rahoittaa ne muulla liiketoiminnallaan: rantatonttien ja metsäpalstojen myynneistä saaduilla voitoilla, suojelaluekorvauksilla, maa-ainesmyynneillä ja maanvuokrilla. Näin ajatellen lähes kaikki hakkuuoikeuksien myynneistä saadut tulot olisivat menneet kulujen kattamiseen, kaksi kolmasosaa rahoituskuluihin ja loput lähinnä operatiivisen toiminnan kuluihin. Investointeja yhtiö ei ole juuri tehnyt, paitsi ostanut pääosin velkarahalla metsää

ennen muuta Romaniasta.

Kun Tornatorin maksamat osingot suhteutetaan osakkeenomistajien yhtiöön alun perin vuonna 2002 sijoittamaan pääomaan (80 milj. euroa), yhtiön omistajien voidaan katsoa saaneen yksinomaan vuosina 2003–2009 jaettujen osinkojen kautta peräti 14 prosentin vuotuisen tuoton pääomalleen. Finsilvan osinkopolitiikka on ollut tähän verrattuna selvästi maltillisempaa, etenkin vuoteen 2007 asti. Se on maksanut tilivuosien 2005–2009 tuloksistaan osinkoa yhteensä noin 12 miljoonaa euroa, jonka



Kuva 10. Finsilvan (Forestian) osakekohtainen nettotulos ja osinko vuosina 2003–2009, euroa.

perusteella omistajien yhtiöön alun perin sijoittaman pääoman (30 milj. euroa) vuotuiseksi tuotoksi saadaan noin kahdeksan prosenttia. Vain runsas neljäsosa Finsilvan nettotuloksista on jaettu osinkoina omistajille (kuva 10), kun Tornatorin kohdalla osuus oli vastaavalla ajanjaksolla aivan toista luokkaa eli 130 prosenttia.

Yleisesti ottaen vaikuttaisikin siltä, että Finsilvan omistajat ovat keskittyneet yhtiönsä pääomarakenteen vahvistamiseen, kun taas Tornatorin omistajat ovat pitäneet ensisijaisena tavoitteenaan pääomien palauttamista osinkojen muodossa. Tosin parin viime vuoden perusteella näyttäisi siltä, että molempien yhtiöiden käytännöksi olisi muodostumassa se, että noin puolet nettotuloksesta jaetaan osinkoina omistajille. Tornatorin kohdalla vuosi 2008 oli poikkeus tästä linjasta, mikä johtui ilmeisesti siitä, että yhtiö varautui ostamaan metsää Romaniasta.

3.2 Vertailua kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöihin

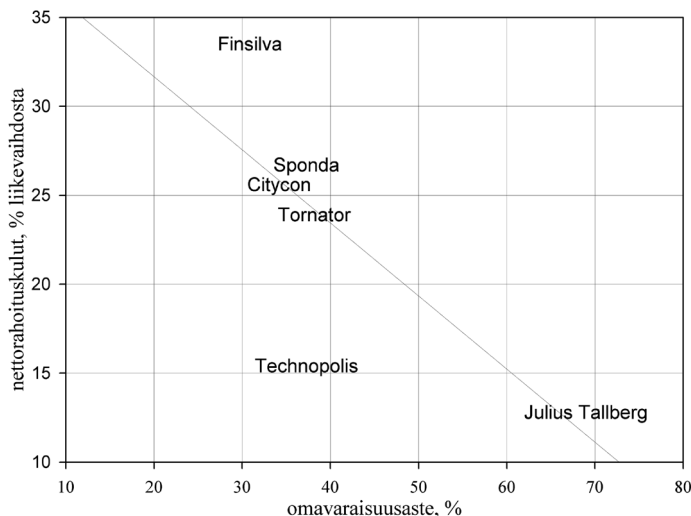
3.2.1 Yleistä

Kansainvälisessä tilinpäätöskäytännössä kasvava puusto rinnastetaan biologisiin resursseihin, jotka tulee arvostaa IAS 41 -standardin mukaisesti käypään arvoon (esim. IFRS-tilinpäätöksen... 2006). Tornatorin ohella IFRS-muotoiseen tilinpäätökseen on kotimaisista mittavan metsäomaisuuden omis-

tavista yhtiöistä siirtynyt vain UPM-Kymmene ja Metsä-Botnia. Ne eivät kuitenkaan raportoi metsiään erillisinä liiketoiminta-alueina.

Monessa suhteessa luontevan vertailukohdan Tornatorille (ja tietyiltä osin myös Finsilvalle) muodostavat myös Spondan, Cityconin, Technopoliksen ja Julius Tallbergin kaltaiset julkisesti noteeratut kotimaiset kiinteistösijoitusyhtiöt. Sponda perustettiin 1990-luvun alun pankkikriisin yhteydessä hallinnoimaan SKOPin sijoitusomaisuutta. Nykyään se omistaa liike-, toimisto- ja varastokiinteistöjä lähinnä pääkaupunkiseudulla ja muutamissa muissa Suomen suurimmissa kaupungeissa. Citycon puolestaan omistaa ja vuokraa kauppakeskusten ja muita vähittäiskaupan liiketiloja etenkin eteläisessä Suomessa, joskin yhtiöllä on toimintaa myös Ruotsissa ja Baltiassa. Technopolis vuokraa toimistotiloja teknologiayrityksille Helsingin, Tampereen, Oulun ja Jyväskylän kaltaisissa yliopistokaupungeissa, kun taas Julius Tallberg-Kiinteistöt on keskittynyt yksinomaan pääkaupunkiseudulla sijaitseviin varasto-, toimisto- ja liiketiloihin. Maaliskuun 2010 jälkeen Julius Tallbergin osaketta ei ole enää noteerattu Helsingin arvopaperipörssissä.

Spondan liikevaihto on noin neljä kertaa ja Cityconin kolme kertaa suurempi kuin Tornatorin. Kiinteistöomaisuuden arvolla mitaten erot Tornatoriin ovat jonkin verran pienempiä. Viime vuosina voimakkaasti kasvaneen Technopoliksen liikevaihto on hieman Tornatoria suurempi, mutta yhtiön sijoituskiinteistöjen arvo on vain runsaat puolet Tor-



Kuva 11. Kiinteistösijoitus- ja metsäomaisuusyhtiöiden omavaraisuusasteet (%) ja nettorahoituskulut liikevaihdosta (%) vuonna 2009. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

natorin vastaavasta. Julius Tallberg on pienin vertailussa mukana olevista kiinteistösijoitusyhtiöistä. Sen liikevaihto ja kiinteistöomaisuuden arvo on noin puolet Finsilvan vastaavista.

Asuntosijoitusyhtiöistä kiinnostavia vertailukohtia ovat VVO-yhtymä Oyj, SATO Oyj ja Avara Suomi Oy. Niiden merkittävimmät omistajat ovat samat eläke- ja vakuutusyhtiöt (mm. Varma, Ilmarinen, Suomi, Etera) kuin mitkä ovat mukana osakkaina Tornatorissa ja Finsilvassa. SATOn kiinnostavuutta vertailukohteena lisää se, että se on markkina-arvoltaan Suomen suurin asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusomaisuuden käypä arvo on noin puolitoistakertainen Tornatoriin verrattuna. Lisäksi yhtiö yritti listautua Helsingin pörssiin vuoden 2007 lopulla, jolloin siitä olisi tullut kyseisen pörssin ensimmäinen asuntosijoitusyhtiö. Listautuminen kuitenkin peruuntui pörssikurssien voimakkaan laskun seurauksena.

VVO-yhtymä ja Avara eivät kuitenkaan sovellu vertailuun, koska ne eivät erottele taloudellisessa raportoinnissaan asuntosijoitustoimintaa muusta liiketoiminnastaan, muun muassa asuntorakennuttamisesta. SATOnkin vertailukelpoisuutta heikentää se, että osa yhtiön asuntosijoituksista on arava- tai korkotukilainsäädäntöön liittyvien rajoitusten piirissä. Tämän seikan vaikutusta voidaan kuitenkin

vähentää jättämällä suurin osa kyseisten rajoitusten piirissä olevista asunnoista vertailun ulkopuolelle ja tarkastelemalla vain yhtiön niin sanottua SATO asunnot-liiketoimintasegmenttiä. Tämäkin vertailu voidaan tehdä vain vuoteen 2008 asti, koska seuraavana vuonna SATO muutti taloudellista raportointikäytäntöään siten, että asuntosijoittaminen ja asuntorakennuttaminen yhdistettiin.

Metsänomistusyhtiöiden taloudellista toimintaa olisi mielenkiintoista verrata myös kotimaisiin kiinteistörahastoihin, mutta käytännössä tämä ei ole mahdollista, koska useimmat niistä ovat kommandiittiyhtiömuotoisia eikä yksikään ole julkisesti noteerattu.

3.2.2 Pääoma- ja rahoitusrakenne

Pääoma- ja rahoitusrakenteeltaan Tornator muistuttaa hyvin läheisesti Suomen suurinta kiinteistösijoitusyhtiötä Spondaa ja kauppakeskuksiin ja muihin vähittäiskaupan kiinteistöihin erikoistunutta Cityconia (kuva 11). Tornatorille ja Spondalle on yhteistä myös se, että molemmat ovat viime vuosina korvanneet joukkovelkakirjalainojaan syndikoituilla pankkilainoilla ja että molempien yhtiöiden lainojen keskiporkko oli vuoden 2009 lopussa varsin

kohtuullinen, alle neljä prosenttia.

Technopolis eroaa edellisistä alhaisten nettorahtokulujensa vuoksi. Yhtiön omavaraisuusaste on samaa luokkaa kuin Tornatorilla, Spondalla ja Cityconilla, mutta sen korollisten velkojen keskikorko oli vuoden 2009 lopussa vain 2,5 prosenttia (Technopolis... 2010). Julius Tallbergin pääomarakenne poikkeaa selvästi muista vertailun yhtiöistä; sen tavoitteena onkin pitää omavaraisuusaste korkeana, vähintään 50 prosentin tasolla. Lisäksi yhtiön rahoitusasema on poikkeuksellisen vahva.

Finsilvan nettorahtokulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2009 selvästi muita yhtiöitä korkeammat. Tämä johtuu ennen muuta siitä, että Finsilvan liikevaihto (puun myyntituotot) jäi kyseisenä vuonna alemmaksi kuin kertaakaan yhtiön perustamisen jälkeen. Vuoteen 2007 verrattuna liikevaihto lähes puolittui. Mikäli Finsilva arvostaisi metsänsä markkinaehtoisesti, sen omavaraisuusaste olisi luultavasti hyvin lähellä Tornatoria, Spondaa ja Cityconia.

Edellä esitetyn, samoin kuin Tornatorin ja Finsilvan nettovelkaantumistasen ja nettorahtokulujen kehityksen (ks. kuvat 5 ja 6) perusteella näyttäisi siltä, että ne tavoittelevat hyvin samanlaisia pääoma- ja rahoitusrakenteita kuin julkisesti noteeratut suuret kotimaiset kiinteistösihtousyhtiöt. Tornator ja Finsilva eivät ilmoita pitkän aikavälin omavaraisuustavoitteitaan, mutta Spondalla ja Cityconilla se on 40 prosenttia, Technopoliksella 35 prosenttia ja SATOlla vähintään 25 prosenttia (Sponda... 2010, Citycon... 2010, Technopolis... 2010, SATO... 2010).

3.2.3 Operatiivinen tulos

Kaikki edellä mainitut yhtiöt Finsilvaa lukuun ottamatta raportoivat kiinteistöjensä käypien arvojen muutokset IFRS-tilinpäätöskäytännön mukaisesti eli tulosvaikutteisesti (IAS 40.35, IAS 41.26). Tämän johdosta yhtiöiden vuotuiset nettotulokset voivat vaihdella paljon, vaikka hakkuoikeuksien myynteihin tai vuokratuloihin pohjautuva kassavirta pysyisi vakaana. Myös kiinteistökaupoista saatujen kertaluonteisten myyntivoittojen vaikutus yhtiöiden liikevoittoon ja nettotulokseen voi olla huomattava ja vaihdella paljon vuosittain.

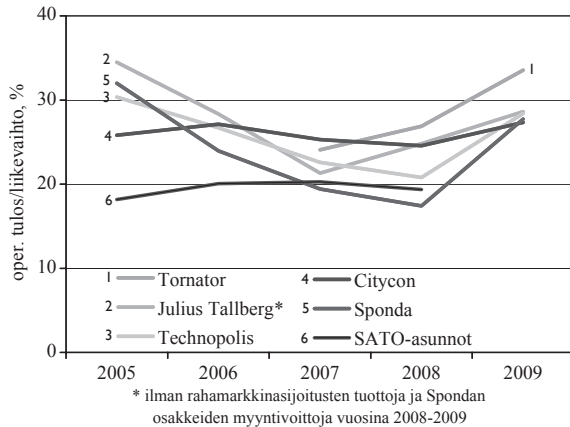
Jos edellä mainitun kaltaisia kiinteistöjen arvoksiin liittyviä tekijöitä ei haluta ottaa huomioon, yhtiöitä voidaan vertailla niiden operatiivisen tuloksen perusteella. Se kuvaa toiminnan kannattavuutta ilman sijoituskiinteistöjen ja rahoitusinstrumenttien käyvän arvon muutoksia, myyntivoittoja ja -tappioita sekä muita kertaluonteisia eräiä sekä edellä mainittuihin eriin liittyviä veroaikutuksia. Operatiivinen tulos saadaan, kun yhteenlasketuista bruttovuokratuotoista (hakkuoikeuksien myyntituotoista), käyttökorvauksista (maanvuokrasta ja maa-ainesten myyntituotoista) ja palvelutuotoista vähennetään kiinteistöjen hoito- ja ylläpitokulut (metsänhoito- ja perusparannuskulut), hallintokulut ja nettorahtokulut sekä näin saatuun tilikauden tulokseen perustuvat verot.

Citycon on esittänyt tuloksensa jaettuna operatiiviseen ja ei-operatiiviseen tulokseen vuodesta 2006 lähtien. Vuodesta 2008 alkaen näin ovat tehneet myös Sponda ja Technopolis. Muiden vuosien ja yhtiöiden kohdalla operatiivinen tulos on laskettu erikseen. Finsilva ei ole mukana vertailussa muista poikkeavan tilinpäätöskäytäntönsä vuoksi, ja samasta syystä Tornatorin luvut on laskettu vain vuosille 2007–2009.

Suurten kiinteistösihtousyhtiöiden operatiivinen tulos suhteessa liikevaihtoon laski pääsääntöisesti vuoteen 2008 asti (kuva 12). Tämä johtui ennen kaikkea rahoituskulujen ja kiinteistöjen hoitokulujen noususta. Tämän jälkeen kaikkien yhtiöiden operatiivinen tulos on noussut suunnilleen vuoden 2006 tasolle.

Tornatorin osin muista yhtiöistä poikkeava kehitys on pääosin seurausta suunniteltua pienemmistä hakkuista yhtiön metsissä vuonna 2007, jolloin puunkorjuuta haittasivat huonot sääolot. Seuraavana vuonna yhtiön hakkuut (puun luovutusmäärät) nousivat vastaavasti ennätystasolle ja puunmyyntitulot lisääntyivät neljänneksen edellisvuodesta.

Cityconin operatiivinen tulos on pysynyt muita vakaampana luultavasti ennen kaikkea siksi, että yhtiö on keskittynyt suurten kauppakeskusten liiketiloihin, ja SATO-asuntojen siksi, että huomattava osa sen lainakannasta on valtion myöntämiä aravatai korkotukilainoja. Lisäksi 80 prosenttia SATO:n omistamista vuokra-asunnoista sijaitsee pääkaupunkiseudulla ja sen kehyskunnissa, joissa taloudellinen kehitys oli vuoteen 2008 asti varsin suotuisaa.



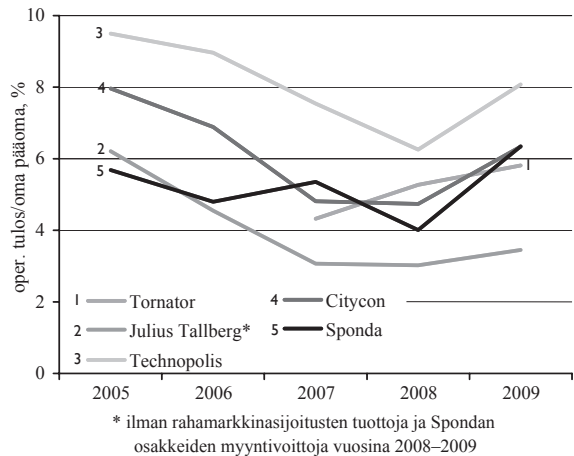
Kuva 12. Kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöiden sekä Tornatorin operatiiviset tulokset suhteessa liikevaihtoon vuosina 2005–2009, %. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

Vuonna 2009 kaikkien julkisesti noteerattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden operatiiviset tulokset suhteessa liikevaihtoon nousivat edellisvuodesta ja olivat hyvin lähellä toisiaan. Tornatorin tunnusluku oli noin viisi prosenttiyksikköä muita yhtiöitä korkeampi.

Kun operatiiviset tulokset suhteutetaan yhtiöiden omaan pääomaan, Technopolis ja Citycon näyttäisivät menestyneen parhaiten viime vuosina (kuva 13). Niillä vaikuttaisi siis olevan parhaat edellytykset maksaa osinkoa osakkeenomistajilleen tai investoida toimintansa laajentamiseen. Tornatorin operatiivinen tulos näyttäisi olevan jokseenkin samaa tasoa Cityconin ja Spondan kanssa, joskin kyseessä on vain kolmen vuoden tarkastelu.

Technopolis ei ole täysin vertailukelpoinen muiden yhtiöiden kanssa, koska merkittävä osa (15–20 prosenttia) sen liikevaihdosta koostuu vuokralaisille suunnatuista palveluista, joiden tuottamiseen ei sitoudu samassa määrin rahapääomaa kuin varsinaiseen kiinteistösijoitustoimintaan. Julius Tallbergin lukuihin taas vaikuttaa sen muista selvästi poikkeava pääomarakenne.

Kiinteistösijoitus- ja metsänomistusyhtiöiden toimintaa verrattaessa on syytä huomata, että ensin mainittujen kassavirrat vuokratuottoihin perustuvina eivät yleensä vaihtele kovin paljon vuodesta toiseen. Pääasiassa jalostamattomia raaka-aineita myyvien metsänomistusyhtiöiden tilanne voi olla



Kuva 13. Kiinteistösijoitusyhtiöiden ja Tornatorin operatiiviset tulokset suhteessa omaan pääomaan vuosina 2005–2009, %. Lähde: yhtiöiden tilinpäätökset.

osin toinen: niiden liikevaihto, operatiivinen tulos ja pääoman tuotto riippuvat olennaisesti paitsi vallitsevista kantohinnoista, myös puuston kulloisestakin ikäluokkajakaumasta ja sen kehittämiseen liittyvistä päämääristä.

Toinen olennainen ero on se, että perinteiset kiinteistösijoitusyhtiöt voivat vaikuttaa kassavirtaansa ja tuottoihinsa ennen kaikkea vuokratason, vuokrausasteen ja kiinteistökehitykseen liittyvien toimenpiteiden kautta. Tornatorilla ja Finsilvalla on mahdollisuus vaikuttaa niihin myös puunmyyntiensä ajoituksella – edellyttäen, että yhtiöiden pitkäaikaiset puunmyyntisopimukset on laadittu tässä suhteessa riittävän joustaviksi. Näiden niin sanottujen reaali-optioiden olemassaolo voi lisätä metsäomaisuuden ja siten myös metsänomistusyhtiöiden arvoa muihin kiinteistösijoituksiin nähden.

3.2.4 Arvostus pörssissä

Tornatorin perustamisen yhteydessä oli esillä ajatus, että yhtiö listautuisi julkiseen arvopaperipörssiin, jolloin sen osakkeet tulisivat myös metsästä kiinnostuneiden piensijoittajien ulottuville. Vaikka yhtiön osakkeen julkinen noteeraus voisi lisätä sen likviditeettiä, niin yhtiöstä enemmistön omistaville kotimaisille eläke- ja vakuutusyhteisöille vielä tärkeämpää on mahdollisuus hajauttaa niiden valtavien

sijoitussalkkuihin liittyvää riskiä. Jos Tornatorin osake noteerattaisiin esimerkiksi Helsingin pörssissä, sen arvo luultavasti vaihtelisi nykyistä enemmän yleisen pörssikehityksen mukaan, minkä seurauksena institutionaaliset sijoittajat voisivat menettää osan riskin hajauttamismahdollisuuksistaan.

Listautumista julkisille arvopaperimarkkinoille ei kannusta myöskään se, että kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeet on perinteisesti aliarvostettu pörssissä niiden tilinpäätösten mukaisesti kirjanpitoarvoihin nähden. Esimerkiksi Spondan osakkeen päätöskursi vuoden 2009 lopussa oli 2,7 euroa, vaikka yhtiön osakekohtainen oikaistu nettovarallisuus oli selvästi korkeampi, yli neljä euroa. Cityconin osakkeen aliarvostus oli huomattavasti pienempi eli noin 15 prosentin luokkaa. Vaikka vuosi 2009 oli poikkeuksellinen pörssiosakkeiden arvostuksen kannalta, niin ilmiö tunnetaan myös pitemmältä ajalta.

Merkittävä osa aliarvostuksesta johtuu kiinteistösijoitusyhtiöiden toimintaan liittyvistä erityispiirteistä, ennen kaikkea vieraan pääoman suuresta osuudesta yhtiöiden taseissa. Lisäksi liiketoimintaan liittyvät kasvuodotukset ovat yleensä vähäisiä muihin toimialoihin verrattuna. Osaltaan aliarvostukseen vaikuttaa myös yhtiöiden omistuspuhjan kapeus, joka heikentää osakkeiden likviditeettiä ja lisää epävarmuutta yhtiöiden perimmäisistä tavoitteista. Spondan suurin omistaja on Suomen valtion kokonaan omistama Solidium Oy, ja Cityconin suurin omistaja on israelilainen kiinteistösijoitusyhtiö Gazit-Globe Ltd, jolla on käytännössä määräysvalta yhtiössä. Julius Tallberg-Kiinteistöjen omistus on muutaman kotimaisen suvun hallussa.

Stora Enson merkittävä omistusosuus (41 %) Tornatorista vaikuttaa metsänomistusyhtiön osakkeen arvoon kahtalaisesti. Yhtäältä se vähentää Tornatorin osakkeen likviditeettiä ja lisää mahdollisuutta erilaisiin eturistiriitoihin, mutta toisaalta pitkät puunmyyntisopimukset yhtiön suurimman omistajan kanssa luovat varmuutta tulevasta kassavirrasta. Vastaavat näkökohdat pätevät Finsilvan osakkeen arvostukseen. Joidenkin sijoittajien näkökulmasta Finsilvan osakkeen hintaan voi liittyä preemiota sen vuoksi, että yhtiö on osoittanut pystyvänsä käyttämään varsin joustavasti hyväksi puumarkkinoiden suhdanteita eli hallussaan olevia reaaliopioita.

4 Tulosten tarkastelu ja johtopäätökset

Tornatoria ja Finsilvaa voidaan pitää esimerkkeinä siitä, kuinka pääoma- ja rahoitusrakenteita koskevat valinnat ja liiketoiminnan painotukset voivat vaikuttaa olennaisella tavalla metsäsijoitusten taloudelliseen tuottoon. Nämä seikat eivät ole tärkeitä näkökohtia ainoastaan laajamittaisessa metsänomistamisessa tai metsäsijoittamisessa, vaan vastaavaa oman pääoman tuottoa ja kiinteistökehitystoimintaa korostavaa lähestymistapaa on usein mahdollista soveltaa myös selvästi pienempien metsätalokokonaisuuksien kohdalla.

Tornatorin oman pääoman tuotto (ilman käyvän arvon muutosten tulosvaikutuksia) oli vuosina 2003–2009 keskimäärin 12 prosenttia eli lähes kaksinkertainen sijoitetun pääoman tuottoon verrattuna. Yhtiön alkuvuosien kohtalaisen korkeat oman pääoman tuotot tosin perustuvat suurelta osalta siihen, että Stora Enso myi metsänsä sille aikoinaan verraten edulliseen hintaan (ks. Viitala 2010). IFRS-tilinpäätösten aikana eli vuosina 2007–2009 Tornatorin oman pääoman tuotto jäi selvästi alkuvuosia pienemmäksi, noin 7 prosenttiin; ilman myyntivoitoja noin 5 prosenttiin.

Vaikka Tornatorin omistajat ovat yhtäältä hyötäneet voimakkaan velkavivun käytöstä, niin toisaalta samasta syystä suurin osa yhtiön saamasta kassavirrasta on huvennut lainoista maksettuihin korkoihin. Vuosien 2003–2009 liikevoitosta, 337 miljoonasta eurosta, peräti 176 miljoonaa euroa ohjautui velkojille. Seuraavaksi suurin osa, 88 miljoonaa euroa, jaettiin omistajille osinkoina. Loput kuluivat investointeihin tai maksettiin veroina. Koska Tornatorin (sidotun) oman pääoman tuotto on ollut pitkäaikaisten lainojen efektiivistä korkoa suurempi, yhtiön omistajat ovat kuitenkin ainakin tähän asti onnistuneet pyrkimyksessään käyttää hyväksi velkarahoitukseen liittyviä etuja.

Toisaalta Tornator olisi tuottanut omistajilleen hyvin myös ilman velkavivun käyttöä. Jos yhtiö olisi toiminut pelkästään oman pääoman varassa, se olisi voinut jakaa omistajilleen osinkoa vuosittain noin 35 miljoonaa euroa eli keskimäärin viisi prosenttia sijoitetulle pääomalle. Tästä huolimatta yhtiön kotimaisen metsäkiinteistökannan käypä arvo olisi

kohonnut seitsemän viime vuoden aikana lähes 80 prosenttia. Tämä vaihtoehto olisi käytännössä edellyttänyt sitä, että omistajat olisivat jo yhtiön perustamisvaiheessa olleet valmiita sijoittamaan siihen näin paljon omaa pääomaa. Suurille eläkeyhtiöille järjestely olisi ollut niiden hallinnoimien mittavien pääomien ja riskinottokyvyn puitteissa hyvinkin mahdollista, mutta Stora Enso ei olisi saanut silloin vapautettua pääomiaan suunnitellusti.

Tornatorilla ei näyttäisi olevan aikeita muuttaa pääomarakennettaan. Päinvastoin, esimerkiksi vuosina 2008 ja 2009 se lyhensi pitkäaikaisia lainojaan yhteensä vain 14 miljoonalla eurolla ja otti samaan aikaan lisää lainaa 36 miljoonaa euroa rahoittaakseen lisämetsien hankintansa lähinnä Romaniassa. Lisäksi yhtiö sopi rahoittajapankkiensa kanssa, että se voi kasvattaa edellä mainitun lainansa sataan miljoonaan euroon, jotta se voisi jatkaa liiketoimintansa laajentamista Itä-Euroopassa. Lähes kaikki Tornatorin lainat erääntyvät vuoden 2013 jälkeen, joten tässä suhteessa yhtiöllä onkin aikaa laajentaa toimintaansa.

Jos lähtökohtana pidetään omistajien yhtiöön alun perin sijoittaman oman pääoman tuottoa (sidotun oman pääoman tuottoa), myös Finsilvan kauppahinta ja pääomarakenne ovat osoittautuneet osakkeenomistajille hyvin edullisiksi. Toisin kuin Tornator, Finsilva ei ole kuitenkaan pyrkinyt laajentamaan liiketoimintaansa eikä yhtiön metsäomaisuuden määrässäkään ole tapahtunut suuria muutoksia perustamisen jälkeen. Näiden linjausten ja suhteellisen maltillisen osingonjakopolitiikan johdosta yhtiö on pystynyt maksamaan lainojaan takaisin ja tätä kautta vahvistamaan pääomarakennettaan.

Tornatorin pääoma- ja rahoitusrakenne muistuttaa läheisesti pörssissä noteerattujen suurten kiinteistö-sijoitusyhtiöiden vastaavia. Jos Finsilva arvostaisi metsänsä käypään arvoon, myös se muistuttaisi niitä. Finsilva kuitenkin poikkeaa muista vertailuyhtiöistä siinä suhteessa, että sen liikevaihto on vaihdellut erittäin paljon suhdanteiden mukaan. Kantohintojen nousua ennätyskorkeiksi vuonna 2007 yhtiön puunmyyntituotot nousivat poikkeuksellisen suuriksi, yli 30 miljoonaan euroon. Vastaavasti vuoden 2009 alhaisilla kantohinnoilla ja puunmyyntimäärillä ne jäivät lähes puoleen kyseisestä ennätystasosta. Siinä kun Finsilvan voidaan ajatella käyttäneen hyväksi puumarkkinoiden suhdanteita, Tornator on myynyt

hakkuoikeuksia hyvin tasaisesti ja lähes suhdanteista riippumatta 1,9–2,0 miljoonaa kuutiometriä vuodessa.

Lähiajan riskit ja epävarmuudet

Merkittävimmän uhan Tornatorin ja Finsilvan liiketoiminnalle muodostaisi puun kysynnän lasku ja kantohintojen jääminen totuttua alemmalle tasolle myös pitkällä aikavälillä. Vaikka yhtiöt ovat solmineet suurimpien osakkeenomistajiensa (Stora Enso Oyj, Metsäliitto Osuuskunta) kanssa pitkäaikaisia puunmyyntisopimuksia, joiden avulla niiden on mahdollista ylläpitää melko vakaata kassavirtaa, niin nämäkin sopimukset perustuvat raakapuun markkinahintoihin.

Kantohintojen aleneminen voi IFRS-tilinpäätösperiaatteiden mukaan toimivissa metsänomistusyhtiöissä johtaa siihen, että sijoitusomaisuudesta täytyy tehdä alaskirjauksia. Esimerkiksi Tornatorin kohdalla niiden tarve riippuu kuitenkin olennaisesti siitä, millaisten oletusten pohjalta yhtiön käyttämä ulkopuolinen taho arvioi kantohintojen tulevan kehityksen. Jos lähtökohtana on merkittävältä osin pidetty esimerkiksi alkuvuonna 2007 toteutunutta metsäteollisuuden lopputuotteiden hintatasoa (vrt. Honkatukia ym. 2008) ja siitä johdettua kantohintatasoa, eikä muissa arvonlaskennan parametreissa kuten korkotasossa samaan aikaan tapahdu oleellisia muutoksia, alaskirjausten tarve voi olla huomattavakin.

Jos arviointien lähtökohtana sen sijaan pidetään hieman pitemmän aikavälin kantohintatasoa, esimerkiksi kymmenen vuoden keskiarvoa (vrt. Paananen 2007, 2009), jonka oletetaan kuvaavan puun reaalihintojen tasoa myös 30 vuoden päähän ulottuvan ennustejakson lopussa ja sen jälkeenkin, tarvetta suurille arvonalennuksille ei välttämättä ole. Tornator ei ilmoita käyttämiensä kantohintojen kehitysennusteiden lähtökohtia, mutta yhtiön metsien käyvän arvon viime vuosien muutosten perusteella ennusteiden voi olettaa pohjautuvan kohtalaisen suotuisaan näkemykseen metsäteollisuuden lopputuotteiden tulevien vuosien hintatasosta ja puun kysynnästä.

Kantohintaennusteiden ohella Tornatorin metsien arvoon vaikuttaa olennaisesti yhtiön metsäsijoituk-

sia koskeva nettotuottovaatimus (diskonttauskorko). Viime vuosina yleinen korkotaso on ollut hyvin matala, minkä johdosta Tornatorin metsäomaisuutensa arvonmäärityksessä käyttämä nettotuottovaatimus on ollut suhteellisen alhainen. Jonkin verran yhtiön metsien arvoon vaikuttaa myös Romanian valuutan leun kurssin vaihtelu, joskin yhtiö pystyy helposti suojautumaan sitä vastaan.

Vaikka markkinakorkojen ja kantohintojen tulevaan kehitykseen liittyy merkittäviä epävarmuuksia, erityisesti kuitupuun osalta (ks. Hetemäki ja Hänninen 2009), Tornatorin ja Finsilvan toiminnan vakautta ja uskottavuutta ulkopuolisten rahoittajien silmissä toisaalta lisää Suomen suurimpien puunjaloitusyritysten ja institutionaalisten sijoittajien huomattava omistusosuus yhtiöissä. Kantohintojen pysyvän laskun (tai korkotason nousun) merkittävin seuraus voisikin olla se, että etenkin Tornator joutuisi jatkossa punnitsemaan aikaisempaa tarkemmin osingonjakopolitiikkaansa ja taloudellisia mahdollisuuksiaan laajentaa toimintaansa muihin maihin. Yhtiön suurin osakkeenomistaja, Stora Enso, tuskin on kiinnostunut sijoittamaan osakkuusyhtymäänsä lisää pääomaa. Konsernin viime aikojen linjaukset päinvastoin kuvaavat sitä, että sen selluntuotannon ja siten myös metsäomaisuuden painopiste tulee jatkossa olemaan Etelä-Amerikassa ja Aasiassa, ehkä myös Venäjällä. Nykyään Stora Enso omistaa suoraan tai yhteisyritystensä kautta Brasiliassa ja Uruguayssa yhteensä noin 500 000 hehtaaria maata ja Venäjällä sen hallussa on vuokraoikeuksia lähes saman verran (Stora Enso sustainability... 2010).

Uudet liiketoimintamuodot

Uusia liiketoimintamuotoja metsää omistaville yhtiöille voisi löytyä erityisesti uusiutuvan energian tuotannosta. Euroopan suurimman yksityisen metsänomistajan, metsäteollisuusyhtiö SCA:n tavoitteena on rakennuttaa omiin metsiinsä lähivuosina noin 450 uutta tuulivoimalaa. Kyseessä on erittäin mittava, lähes kahden miljardin euron investointi, joka tuottaisi vuosittain sähköä yhteensä 2,4 terawattituntia (Det blåser... 2008, SCA... 2010). Vastaavia investointisuunnitelmia on myös maan muilla metsää omistavilla metsäteollisuusyhtiöillä, esimerkiksi Holmen AB:lla. Sen tavoitteena on rakentaa sisä-

maassa sijaitseviin metsiinsä tuulivoimatuotantoa yhden terawattitunnin edestä (Holmen... 2010).

Omistusrakenteeltaan Metsäliitto Osuuskuntaa muistuttava Södra-konserni puolestaan tarjoaa jäsenilleen mahdollisuutta vuokrata metsää yhdessä Statkraftin kanssa omistamalleen Södra Vindkraft AB:lle. Sen tavoitteena on rakentaa Etelä-Ruotsiin lähivuosina noin 350 uutta tuulivoimalaa, joiden vuotuinen sähköntuotanto olisi 1,7 terawattituntia (Södra... 2010, Södra and Statkraft... 2010).

Suomessa tuulivoimalla tuotettiin vuonna 2009 sähköä noin 0,3 terawattituntia (Stenberg ja Holtinen 2010). Valtioneuvoston asettaman tavoitteen mukaan määrän tulisi kuitenkin nousta vuoteen 2020 mennessä moninkertaiseksi, kuuteen terawattituntiin (Pitkän aikavälin... 2008), ja uuden tulevaisuusseurantaan mukaan edelleen noin 20 terawattituntiin vuoteen 2050 mennessä (Valtioneuvoston... 2009). Vaikka meri- ja rannikkoalueet ovat tuuliolosuhteiltaan otollisimpia paikkoja, suotuisia alueita uusille voimaloille voi löytyä myös sisämaasta, etenkin suurten järvien rantojen läheisyydestä ja ympäristöään korkeammilta paikoilta. Sisämaahan on monesti halvempaa rakentaa tuulivoimaloita ja niiden sähköverkkoon liittämisen kustannukset ovat pienemmät kuin merialueilla.

Mittavat tuulivoimainvestoinnit Ruotsissa ja muualla Euroopassa ovat paljolti perustuneet uusiutuvan energian tuotannolle myönnettyihin tukiin, erityisesti sähkön syöttötariffeihin ja vihreiden sertifikaattien sisältämiin ostovelvoitteisiin (Pitkän aikavälin... 2008). Ruotsissa keskeinen rooli on ollut myös energiaintensiiviselle teollisuudelle myönnettyillä poikkeuksilla, joiden ansiosta alan yritykset ovat voineet myydä sertifikaattinsa markkinoilla.

Suomessa vuonna 2011 käyttöön otettava, uusiutuvalla energialla tuotetun sähkön markkinaehtoinen takuuhintajärjestelmä voi avata uusia liiketoimintamahdollisuuksia Tornatorin ja Finsilvan kaltaisille suurille maanomistajille. Järjestelmän luonteen vuoksi kyseessä olisi pitkälti riskitön tuotto, mikä varmasti on omiaan vauhdittamaan yksityisiä investointeja muun muassa tuulivoimaan.

Myös muut energiapolitiikkaan jatkossa liitettävät taloudelliset ohjauskeinot, kuten hiilensidontaan liittyvät palkkiot, voivat tuottaa uusia liiketoimintamuotoja Tornatorin ja Finsilvan kaltaisille toimijoille. Näiden ohjauskeinojen toteutuminen ja siihen

liittyvä aikajänne ovat kuitenkin vielä verraten epävarmalla pohjalla.

Kiitokset

Kiitän Jukka Aarniota, Pentti Forsmania, Juha Hakaraista, Jussi Leppästä, Henrik Niemistä, Markku Penttistä ja Harri Viitaniemeä hyödyllisistä kommenteista ja parannusehdotuksista.

Lähdeluettelo

- Citycon Oyj, vuosikertomukset, tilinpäätökset ja osavuosi-katsaukset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Det blåser i skogen. 2008. [Verkkodokumentti]. Statkraft SCA Vind AB. Saatavissa: <http://www.vindkraftnorr.se>. [Viitattu 14.10.2009].
- Finsilva Oyj, tilinpäätökset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Forestia Oy, tilinpäätökset; vuodet 2002–2005. 2003–2006.
- Hetemäki, L. & Hänninen, R. 2009. Arvio Suomen puunjalostuksen tuotannosta ja puunkäytöstä vuosina 2015 ja 2020. Metlan työraportteja 122. [Verkkójulkaisu]. Metsäntutkimuslaitos. Saatavissa: <http://www.metla.fi/julkaisut/workingpapers/2009/mwp122.htm>. [Viitattu 8.10.2009].
- Holmen annual report 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Holmen AB. Saatavissa: <http://www.holmen.se/Main.aspx?ID=8cf71426-59dc-48f8-a727-915b31f0f806>. [Viitattu 19.8.2010].
- Honkatukia, J., Kallio, M., Hänninen, R. & Pohjola, J. 2008. Venäjän puutullien vaikutukset Suomen metsäsektoriin ja kansantalouteen. Metsätieteen aikakauskirja 3/2008: 159–176.
- IFRS-tilinpäätöksen keskeiset periaatteet. 2006. [Verkkodokumentti]. Yritystutkimusneuvottelukunta ry. Saatavissa: <http://www.yritystutkimusneuvottelukunta.fi>. [Viitattu 22.6.2009].
- Julius Tallberg-Kiinteistöt Oyj, vuosikertomukset ja osavuosi-katsaukset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Laatuseloste: Markkinahakkuut. 2010. [Verkkodokumentti]. Metsäntutkimuslaitos, Metinfo. Saatavissa: <http://www.metla.fi/metinfo/tilasto/laatu/hakkuut.htm>. [Viitattu 1.9.2010].
- Laatuseloste: Metsä sijoituskohteena. 2010. [Verkkodokumentti]. Metsäntutkimuslaitos, Metinfo. Saatavissa: <http://www.metla.fi/metinfo/tilasto/laatu/sijoitustuoto.htm>. [Viitattu 1.9.2010].
- Leppiniemi, J. & Leppiniemi, R. 2006. Tilinpäätöksen tulkinta. Neljäs, uudistettu painos. WSOYpro. Metinfo, tilastopalvelu. 2010. [www-sivusto]. Puun kantohinnat puutavaralajeittain ja metsäkeskuksittain sekä markkinahakkuut puutavaralajeittain, metsäkeskuksittain ja omistajaryhmittäin vuosina 2003–2009. Metsäntutkimuslaitos. Saatavissa: <http://www.metla.fi/metinfo/tilasto>. [Viitattu 19.8.2010].
- Metsätalastollisen vuosikirjat 2008–2009. 2008–2009. Metsäntutkimuslaitos.
- Paananen, R. 2007. Summa-arvomenetelmän apu-aulukot. Metsätalouden kehittämiskeskus Tapio. Metsäkustannus Oy.
- 2009. Metsän arvon määrittämisen periaatteet ja menetelmät. Teoksessa: Paananen, R., Uotila, E., Liljeroos, H. & Tilli, T.: Metsän arvo. Arvon määrittäminen, kannattavuus, sijoitus, verotus ja metsätalouden kauppa. Metsäkustannus Oy.
- Penttinen, M. & Kinnunen, M. 1992. Profitability of forestry in jointly-owned forests of Northeastern Finland and Lapland. *Silva Fennica* 26(4): 211–217.
- & Lausti, A. 2002. Metsä sijoituskohteena 1972–2001. Metsätalastiedote 651. Metsäntutkimuslaitos.
- Pitkän aikavälin ilmasto- ja energiastrategia. Valtioneuvoston selonteko eduskunnalle 6. marraskuuta 2008. 2008. [Verkkodokumentti]. Työ- ja elinkeinoministeriö. Saatavissa: http://www.tem.fi/files/20585/Selontekoehdotus_311008.pdf. [Viitattu 21.8.2009].
- SATO Oyj, vuosikertomukset ja osavuosi-katsaukset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- SCA annual report 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA. Saatavissa: http://www.sca.com/Documents/en/Annual_Reports/SCA_AnnualReport_2009_English.pdf. [Viitattu 19.8.2010].
- Sponda Oyj, vuosikertomukset, tilinpäätökset ja osavuosi-katsaukset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Stenberg, A. & Holttinen, H. 2010. Tuulivoiman tuotantotilastot, vuosiraportti 2009. 2010. VTT working papers 145. [Verkkójulkaisu]. Saatavissa: <http://www.vtt.fi/inf/pdf/workingpapers/2008/W106.pdf>. [Viitattu 19.8.2010].
- Stora Enso sustainability performance 2009. 2010. [Verkkodokumentti].

- kodokumentti]. Stora Enso Oyj. Saatavissa: http://www.storaenso.com/media-centre/publications/sustainability-report/Documents/S_Stora_Enso_Sustainability_2009.pdf. [Viitattu 18.8.2009].
- Södra and Statkraft join forces in renewable energy. 2010. [Verkkodokumentti]. Pressrelease 27.8.2009, Södra Group. Saatavissa: <http://www.sodra.com/en/Media--news/News/News-about-Sodra/Sodra-and-Statkraft-join-forces-in-renewable-energy/>. [Viitattu 19.8.2010].
- Södra annual report 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Södra Group. Saatavissa: http://www.sodra.com//Documents/PDF/Finansiellarsredovisningar/Sodra_annual-Report_09_ENG_.pdf. [Viitattu 19.8.2010].
- Technopolis Oyj, vuosikertomukset ja osavuositarkastukset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Tornator Oy, vuosikertomukset ja tilinpäätökset; vuodet 2002–2009. 2003–2010.
- Uotila, E. 2008. Metsä sijoituskohteena 1983–2007. Metsätilastotiedote 30/2008. Metsäntutkimuslaitos.
- 2009. Metsä sijoituskohteena 1983–2008. Metsätilastotiedote 34/2009. Metsäntutkimuslaitos.
- 2010a. Yksityismetsätalouden liiketulos 2009. Metsätilastotiedote 26/2010. Metsäntutkimuslaitos.
- 2010b. Metsä sijoituskohteena 1983–2009. Metsätilastotiedote 34/2010. Metsäntutkimuslaitos.
- UPM-Kymmene Oyj, vuosikertomukset ja osavuositarkastukset; vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Valtioneuvoston selonteko ilmasto- ja energiapolitiikasta: kohti vähäpäästöistä Suomea. 2009. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 28/2009.
- Viitala, E.-J. 2010. Stora Enson ja Metsäliitto-konsernin metsien omistusjärjestelyt vuosina 2001–2005. Metsätieteen aikakauskirja 3/2010: 239–260.
- Yhteismetsä Forestia, uusi vaihtoehto metsänomistajalle. 2003. Metsäliiton Viesti 5/2003, s. 6–7.
- Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. 2005. 8., korjattu laitos. Yritystutkimusneuvottelukunta ry. Gaudeamus. 106 s.

37 viitettä