

Risikopremien

i det

norske

markedet

Desember
2019



NORSKE FINANSANALYTIKERES FORENING
THE NORWEGIAN SOCIETY OF FINANCIAL ANALYSTS

Innhold

1	Introduksjon	3
2	Oppsummering av årets undersøkelse	4
3	Utvalg	6
4	Resultater fra undersøkelsen	7
	4.1. Risikofri rente i avkastningskravet	7
	4.2. Markedsrisikopremie	8
	4.3. Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie	9
	4.4. Småbedriftspremie	10
	4.5. Langsiktig inflasjonsforventning	12
	4.6. Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell	13
	4.7. Kontrollpremie	14
	4.8. Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet	15
	4.9. Miljø og bærekraft	16
	4.10. Risikofaktorer i det norske markedet	17
5	Definisjoner og tilnærming	19

1 Introduksjon

PwC har, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), for niende året på rad gjennomført undersøkelsen “Risikopremien i det norske markedet”. Undersøkelsen er basert på svar fra 148 av NFFs ca. 1 200 medlemmer.

Formålet med studien er å få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på blant annet markedsrisikopremien, risikofri rente, småbedriftspremie, kontrollpremie, langsiktig inflasjon og resultatvekst i det norske markedet. Undersøkelsens respondenter er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet.

Respondentene arbeider med investeringer, verdiproduksjoner og finansielle analyser, samt at de gir råd til aktører i det norske markedet. Således kan deres formening knyttet til de ulike parameterne gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i Norge.

Vi har en intensjon om at undersøkelsen hvert år suppleres med ett eller flere dagsaktuelle eller etterspurte tema, som eventuelt også kan videreføres i senere utgaver. Basert på innspill fra NFF og tidligere respondenter har vi i årets undersøkelse valgt å utvide med et ekstra spørsmål knyttet til miljø og bærekraft:

«Hva benytter du som grunnlag for å vurdere om selskapet har svak performance knyttet til miljø og bærekraft?»

Dette spørsmålet blir stilt dersom respondenten svarer at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak performance knyttet til miljø og bærekraft og at respondenten benytter dette i praksis.

“ Undersøkelsen baseres på svar fra 148 av NFFs ca. 1 200 medlemmer

2

Oppsummering av årets undersøkelse

Hovedfunnene i årets studie:

- Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og ligger på 5 %.
- 10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. Andelen er uendret på 34 % sammenlignet med fjorårets undersøkelse.
- 24 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 74 % av respondentene svarer i år at de bruker 3 % eller lavere som normalisert risikofri rente, en økning fra 68 % i fjor.
- 47 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 54 % at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.
- 84 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie). Spredningen i svarene på størrelsen på småbedriftspremien øker desto mindre selskapene er.
- Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret, med en median på 20 % - 30 %.
- 72 % av respondentene mener at man bør benytte 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning.
- Median av svarene tilsier at vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell skal være 2 %. Dette er i tråd med median for langsiktig inflasjonsforventning.
- På lik linje med tidligere år, mener en stor andel av respondentene (80 %) at eierstruktur påvirker avkastningskravet på enkeltelskaper. Andelen som mener at statlig eierskap ikke har påvirkning på avkastningskravet er 55 % sammenlignet med 59 % i fjor.
- 57 % av respondentene mener det bør være et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft, sammenlignet med 54% i fjor. Av disse oppgir 76 % å faktisk benytte et påslag, en merkbar økning fra 61% i fjor.
- De tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er i følge respondentene
 1. Handelskrig (25%)
 2. Oljeprisfall (23%)
 3. Relativt høye pris/bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet (11%)

5 %

Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og ligger på 5 %

24 %

24 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente.

57 %

av respondentene mener det bør være et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft, sammenlignet med 54% i fjor. Av disse oppgir 76 % å faktisk benytte et påslag.



Tema	2019		2018	
	Hovedfunn	Svarprosent	Hovedfunn	Svarprosent
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt: 4,9 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt: 5,0 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	34 % 24 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	34 % 28 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	47 % 53 %	Ja Nei	42 % 58 %
Småbedriftspremie	Benyttes	84 %	Benyttes	79 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median 0 %		Median 0 %	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median 0,0 % - 1,0 %		Median 0,0 % - 1,0 %	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median 1,0 % - 2,0 %		Median 1,0 % - 2,0 %	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median 2,0 % - 3,0 %		Median 2,0 % - 3,0 %	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median 3,0 % - 4,0 %		Median 3,0 % - 4,0 %	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median 4,0 % - 5,0 %		Median 3,0 % - 4,0 %	
Inflasjon	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,0 %		Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,1 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median: 2,0 % Vektet snitt: 2,0 %		Median: 2,0 % Vektet snitt: 2,1 %	
Kontrollpremie	Median 20 % - 30 %		Median 20 % - 30 %	
Eierstruktur	Påvirker avkastningskravet	80 %	Påvirker avkastningskravet	73 %
Statlig eierskap	Ingen påvirkning Øker avkastningskravet Reduserer avkastningskravet	55 % 27 % 18 %	Ingen påvirkning Øker avkastningskravet Reduserer avkastningskravet	59 % 21 % 20 %
Påslag i avkastningskrav ved svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja Nei	57 % 43 %	Ja Nei	54 % 46 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	Handelskrig Oljeprisfall Relativt høye pris/bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet	25 % 23 % 11 %	Oljeprisfall Handelskrig Renteoppgang	23 % 20 % 18 %



3

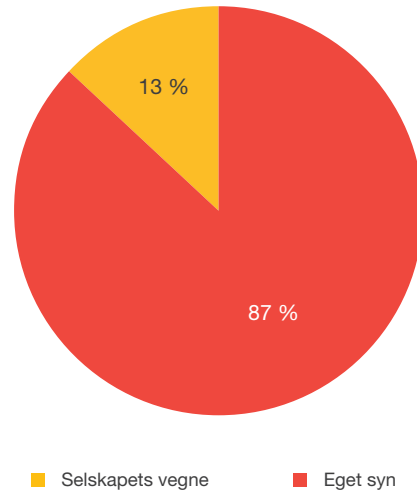
Utvalg

Utvalget for undersøkelsen er Norske Finansanalytikeres Forenings (NFFs) medlemmer. NFF er et nettverk av analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Nettverkets medlemmer har gode forutsetninger for å besvare undersøkelsen. Dette er aktører som i stor grad utarbeider analyser, verddivurderinger og gir finansielle råd til aktører i det norske markedet. Således kan deres formening gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i det norske markedet.

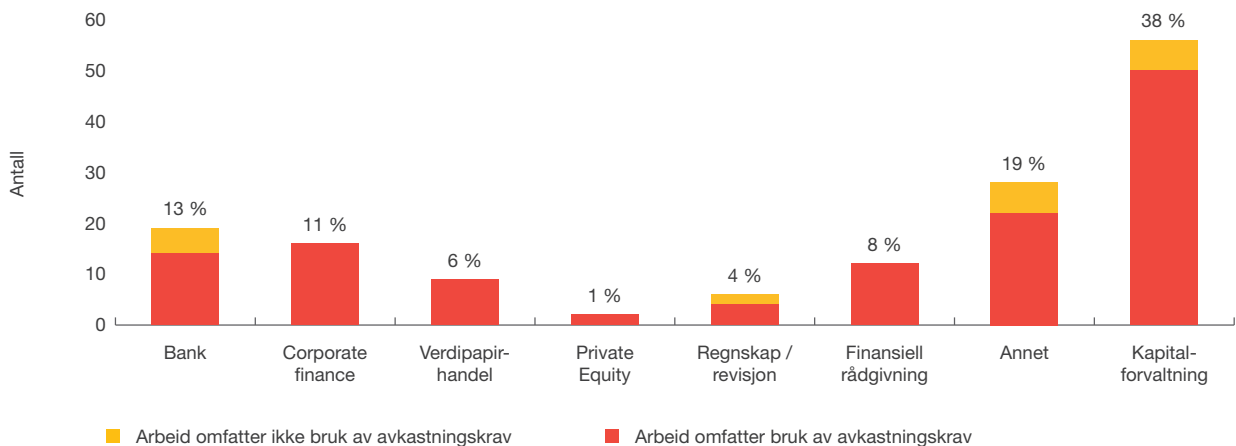
Totalt ble undersøkelsen sendt til 1 062 e-postadresser, og i perioden 29. oktober til 14. november 2019 mottok vi 148 fullstendige svar. Dette tilsvarer en svarprosent på 14%. Undersøkelsen er også gjennomført i månedsskiftet oktober /november tidligere år.

Respondentene ble spurt om hvilket område de arbeider innenfor, og hvorvidt arbeidets omfang inkluderer bruk av avkastningskrav. Resultatene viser at høyest andel av respondentene arbeider innenfor kapitalforvaltning (38 %), se figur 3.2. 87 % av respondentene oppgir at de arbeider med investeringer, verddivurderinger eller andre oppgaver som innebærer bruk av avkastningskrav. 87 % av respondentene har svart på vegne av eget syn, mens 13 % har svart på selskapets vegne.

Figur 3.1: Respondentkarakteristikk



Figur 3.2: Respondenter fordelt på arbeidsområde



4

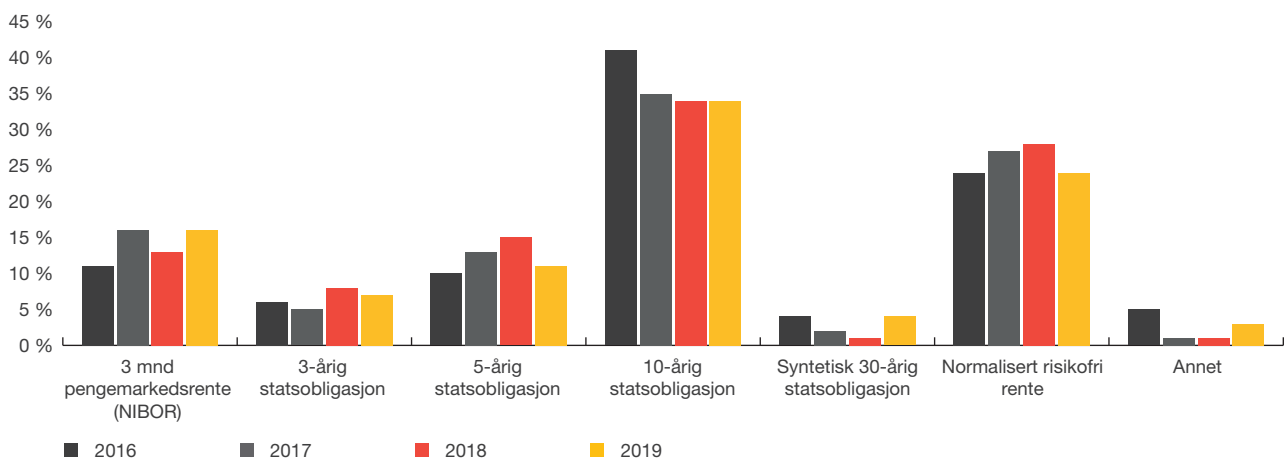
Resultater fra undersøkelsen

4.1. Risikofri rente i avkastningskravet

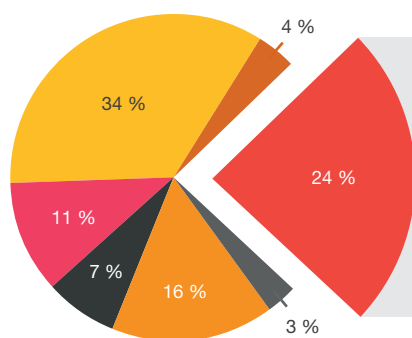
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 34 % i årets undersøkelse, i likhet med fjoråret.

I år svarer 24 % av respondentene at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, mot 28 % av respondentene i fjor. Størst andel (31 %) bruker 3,0 % som normalisert risikofri rente. 3 % utgjør medianen for normalisert risikofri rente i årets undersøkelse, i likhet med i fjor. Til sammenligning er en 10-årig norsk statsobligasjon per 31. oktober 2019 1,36 %. 74 % av respondentene svarer at de bruker 3,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente. Dette er høyere andel sammenlignet med i fjor (68 %).

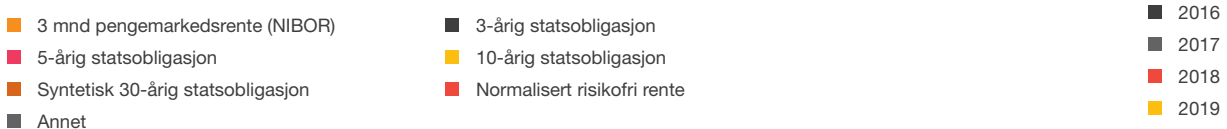
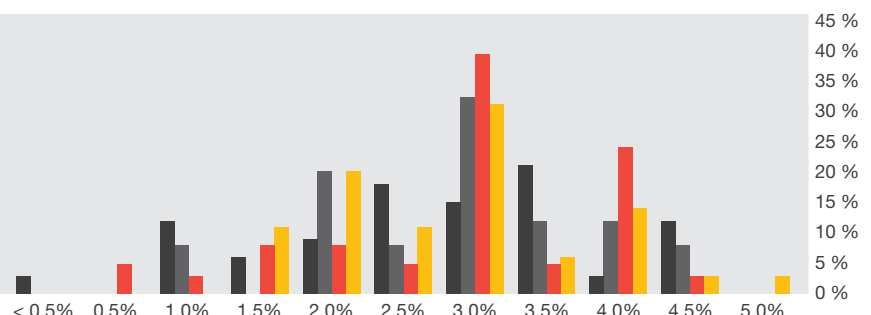
Figur 4.1: Risikofri rente



Figur 4.2.1: Valg av risikofri rente 2019



Figur 4.2.2: Spredning innenfor normalisert risikofri rente



“ Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og ligger på 5,0 %

4.2. Markedsrisikopremie

Nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2019 ligger på 5,0 %.

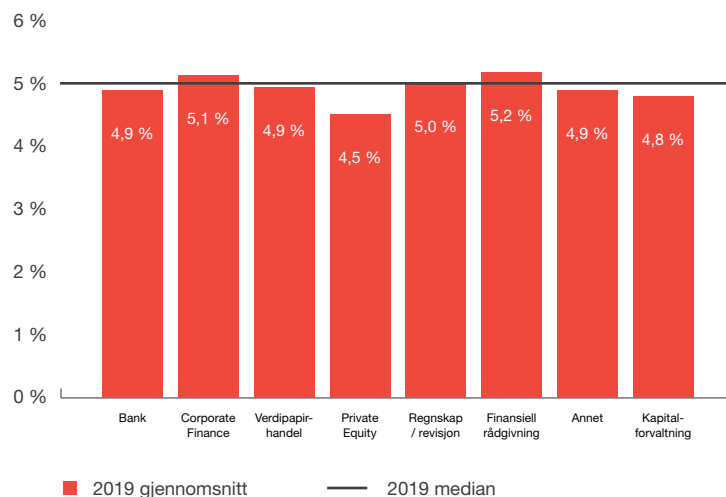
Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført. Tabell 4.3 viser nivået på markedsrisikopremien fra 2012 til 2019. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner.

Ved å se nærmere på hva respondentene innenfor de respektive arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien i 2019, ser vi at aktører innen Private Equity ville benyttet noe lavere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene. Figur 4.4 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

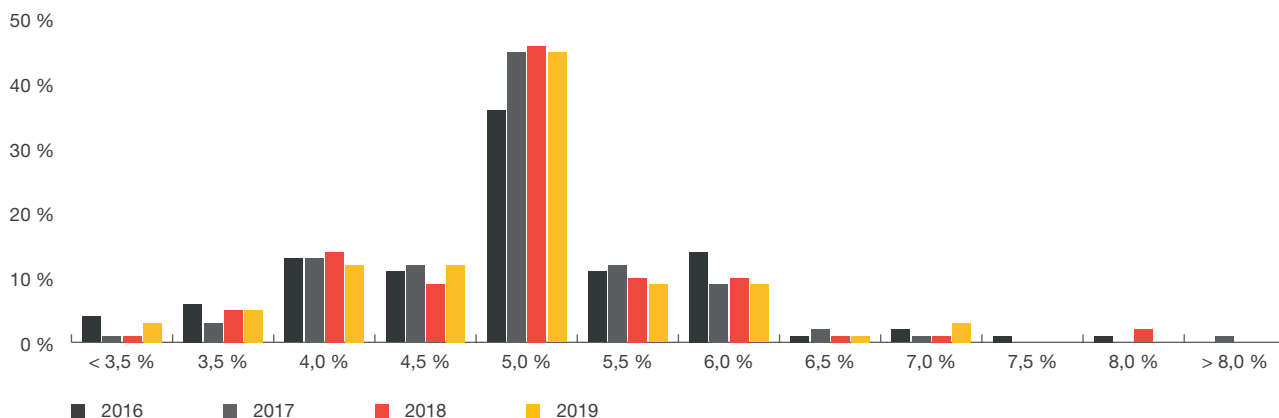
Figur 4.3: Markedsrisikopremie 2012-2019

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vektet snitt	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %	5,5 %	5,4 %	5,1 %	5,0 %

Figur 4.4: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2019



Figur 4.5: Markedsrisikopremie

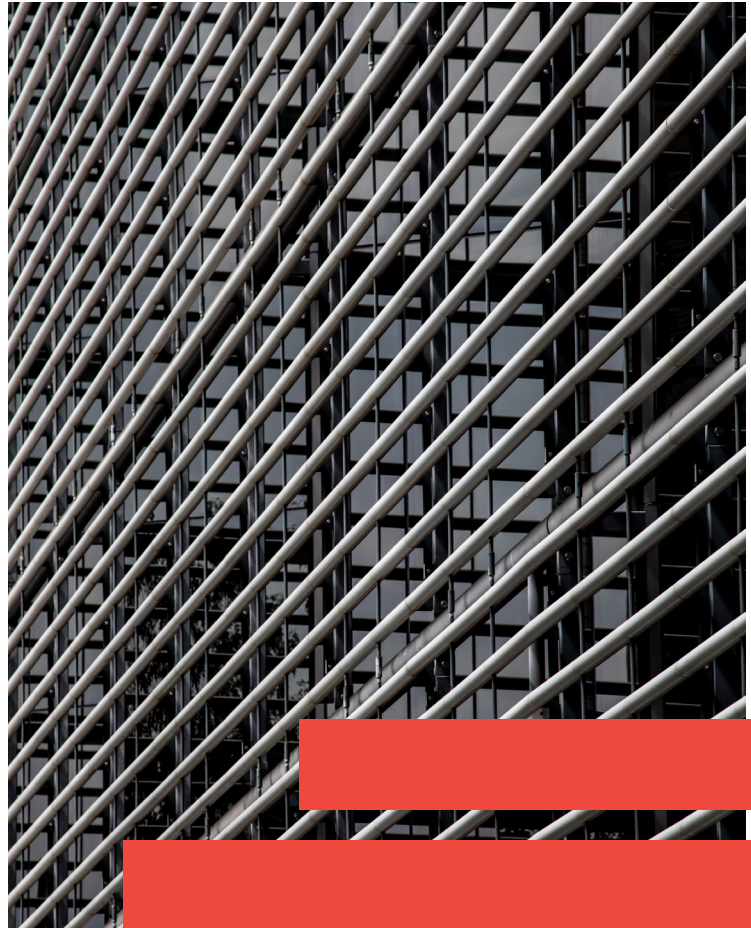


“ 47 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres

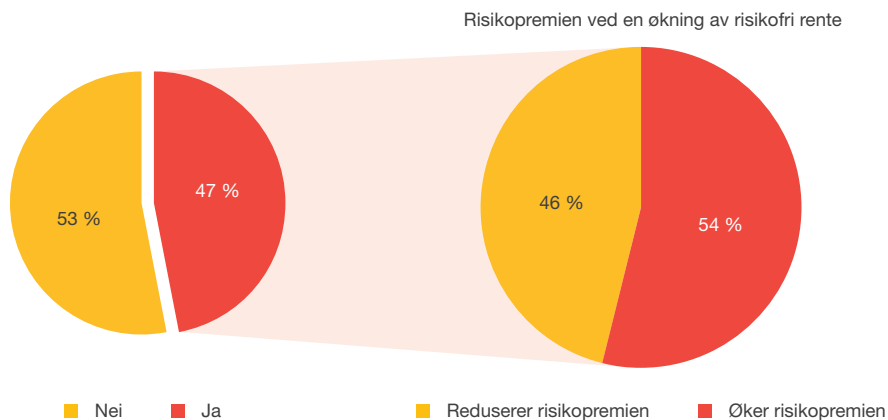
4.3. Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

Respondentene er delte i oppfatningen om hvorvidt risikopremien bør endres ved endring i risikofri rente. 47 % mener at endring i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, se figur 4.6. Denne andelen har vært stabil over 40% i tidligere års undersøkelser.

Respondentene som mener at endring i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, har ulik oppfatning av hvordan dette påvirker markedsrisikopremien. 54 % svarer at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 46 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisikopremien.



Figur 4.6: Sammenheng mellom vurdering av risikopremie og risikofri rente



“ 84 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

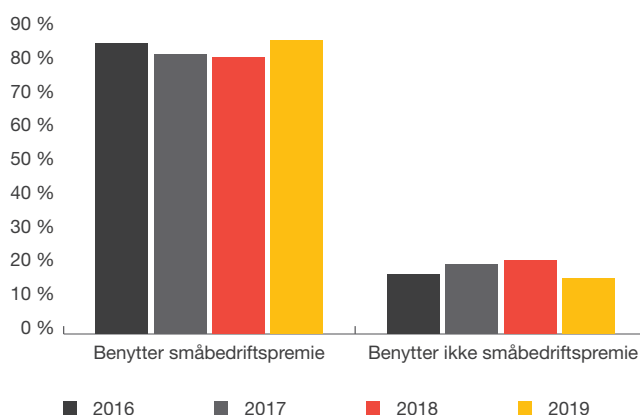
4.4. Småbedriftspremie

Undersøkelsen viser at 84 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.7. Dette er i tråd med tidligere år.

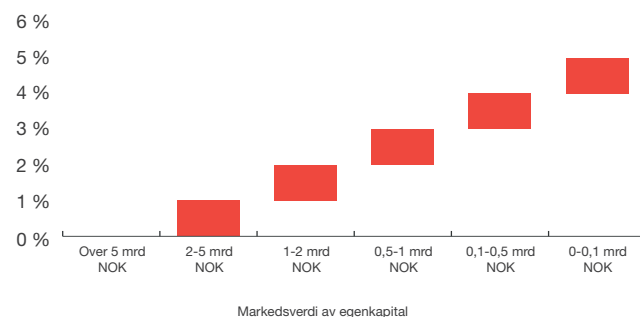
Respondentene som mener at det bør benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet ble spurt om å angi den prosentvise størrelsen på premien gitt selskapets markedsverdi. Figur 4.8 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondentene som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

Størrelsen på småbedriftspremien øker jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 4.9 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2016, 2017, 2018 og 2019 gitt de ulike intervallene i markedsverdi. I årets undersøkelse er medianen for småbedriftspremien på 4 % - 5% for selskaper med en markedsverdi fra 0-0,1 mrd NOK. Dette er en økning fra fjorårets undersøkelse der medianen for småbedriftspremien var 3 % - 4 % for selskaper med en markedsverdi på 0 - 0,1 mrd NOK.

Figur 4.7: Småbedriftspremie



Figur 4.8: Småbedriftspremie - Median



Tabell 4.9: Småbedriftspremie 2016-2019

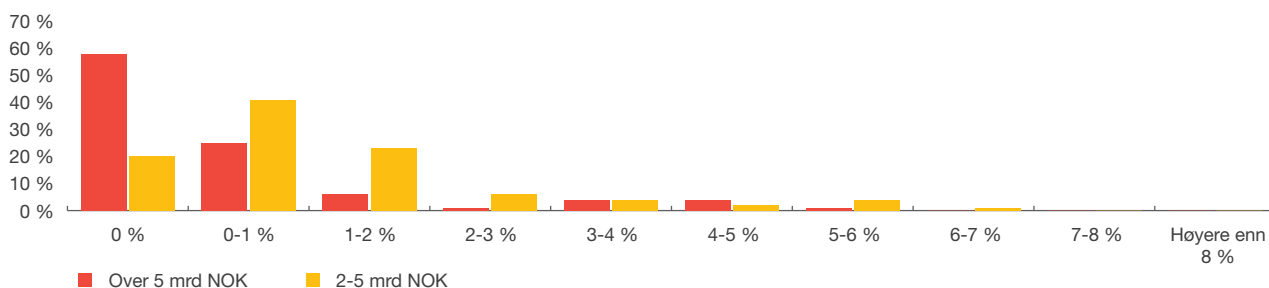
Småbedriftspremie	2016		2017		2018		2019	
	Gjennomsnitt*	Median	Gjennomsnitt*	Median	Gjennomsnitt*	Median	Gjennomsnitt*	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,8 %	0%	0,7 %	0%	0,6 %	0%	0,6 %	0%
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,4 %	0% - 1%	1,3 %	0% - 1%	1,3 %	0% - 1%	1,2 %	0% - 1%
Egenkap. 1-2 mrd NOK	2,0 %	1% - 2%	1,9 %	1% - 2%	2,0 %	1% - 2%	1,8 %	1% - 2%
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	3,0 %	2% - 3%	2,6 %	2% - 3%	2,9 %	2% - 3%	2,8 %	2% - 3%
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	3,7 %	3% - 4%	3,4 %	3% - 4%	3,7 %	3% - 4%	3,7 %	3% - 4%
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	4,6 %	3% - 4%	4,6 %	4% - 5%	4,7 %	3% - 4%	4,8 %	4% - 5%

*Gjennomsnittet er beregnet som midtpunktet i intervallet multiplisert med andelen svar

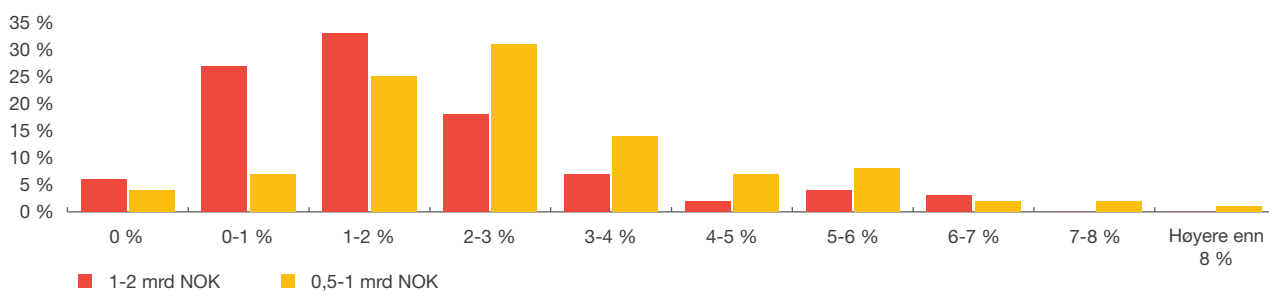
Det er større variasjon mellom hva respondentene mener er gjeldende småbedriftspremie for selskaper med lavere markedsverdi sammenlignet med høyere markedsverdi.

Figurene 4.10-4.12 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

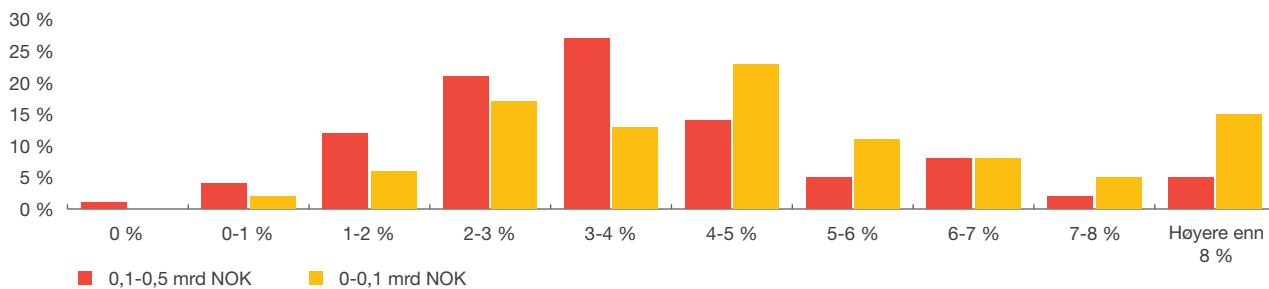
Figur 4.10: Småbedriftspremie ved markedsverdi over 5 mrd og 2-5 mrd



Figur 4.11: Småbedriftspremie ved markedsverdi 1-2 mrd og 0,5-1 mrd



Figur 4.12: Småbedriftspremie ved markedsverdi 0,1-0,5 mrd og 0-0,1 mrd



“ 72 % mener at det bør benyttes 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning

4.5. Langsiktig inflasjonsforventning

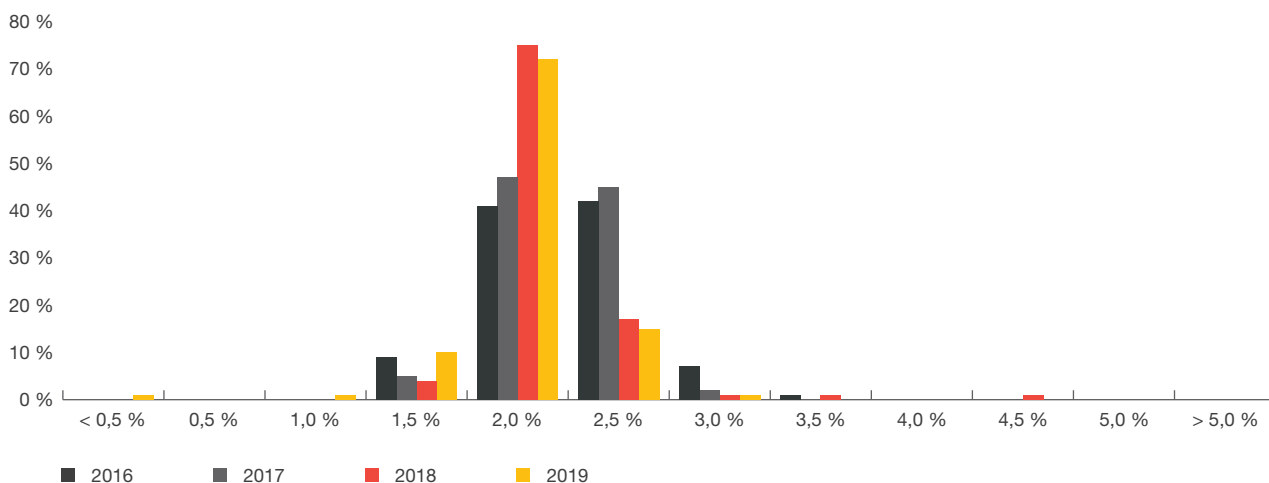
Forventet langsiktig inflasjon basert på median er på 2,0 %, tilsvarende Norges Banks inflasjonsmål. Dette er uendret fra fjorårets undersøkelse.

Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være 2,0 % har falt fra 75 % til 72 % fra 2018 til 2019.

88 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,0 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 96 % i 2018. Samtidig mener 12% av respondentene at 1,5% eller lavere bør benyttes som inflasjonsforventning, som er høyere enn 4% i fjor.

Økningen i respondenter som svarer at langsiktig inflasjonsforventning bør være 2,0% i 2018 reflekterer at Norges Banks inflasjonsmål ble redusert fra 2,5% til 2% dette året.

Figur 4.13: Langsiktig inflasjonsforventning



“ I år, som i fjor, mener respondentene at 2,0 % bør brukes som langsiktig vekstrate i en nåverdimodell

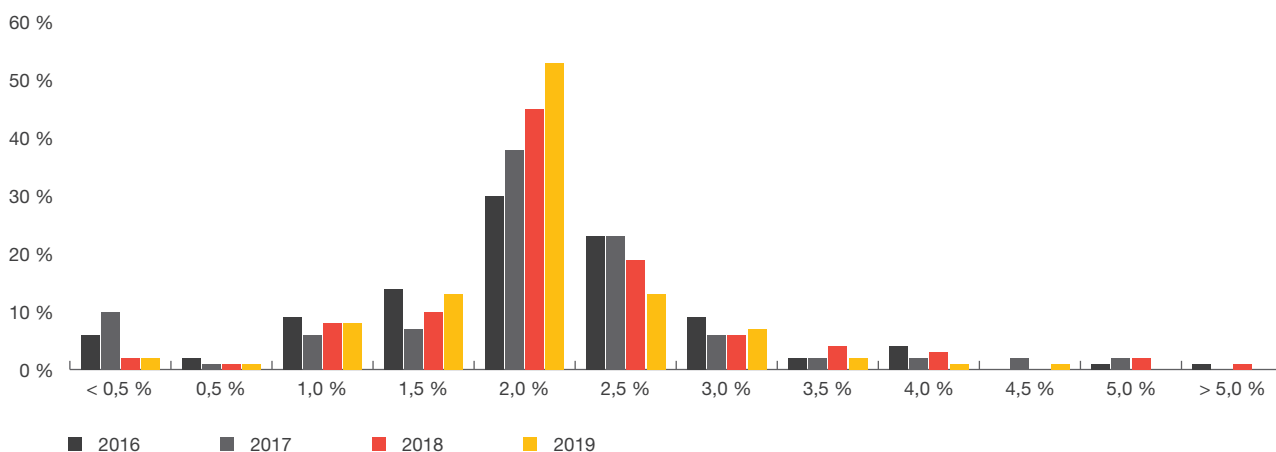
4.6. Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

Medianen viser at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 53 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate, en økning fra 45 % i 2018. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % er redusert fra i fjor.

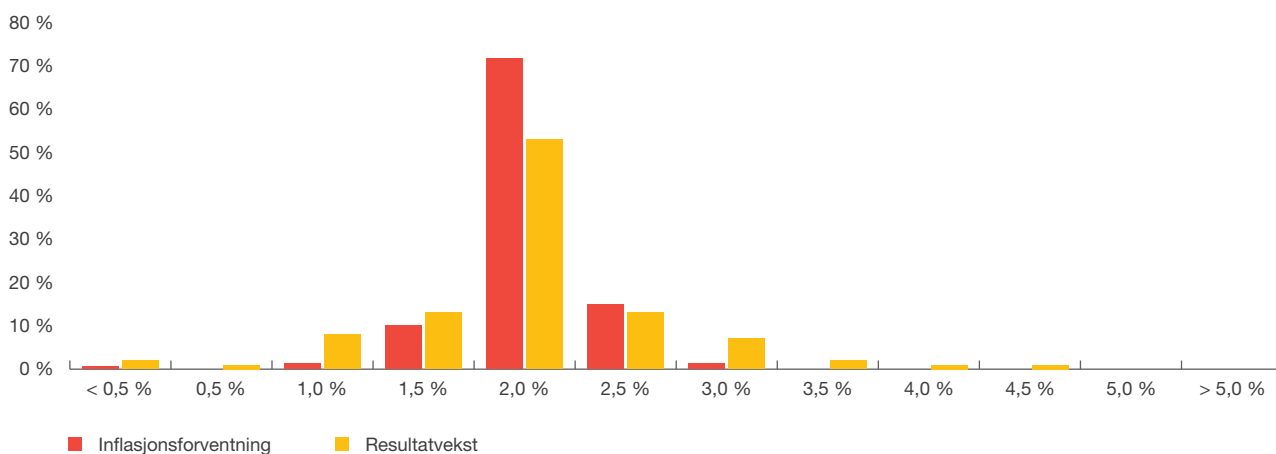
I snitt svarer respondentene at vekstraten i terminalleddet bør tilsvare inflasjonsforventning, men det er større variasjon i svarene.

Flere respondenter kommenterer at den langsiktige vekstraten avhenger av bransje og hvilket selskap man verdsetter.

Figur 4.14: Vekstrate i terminalleddet



Figur 4.15: Vekstrate og inflasjonsforventning 2019



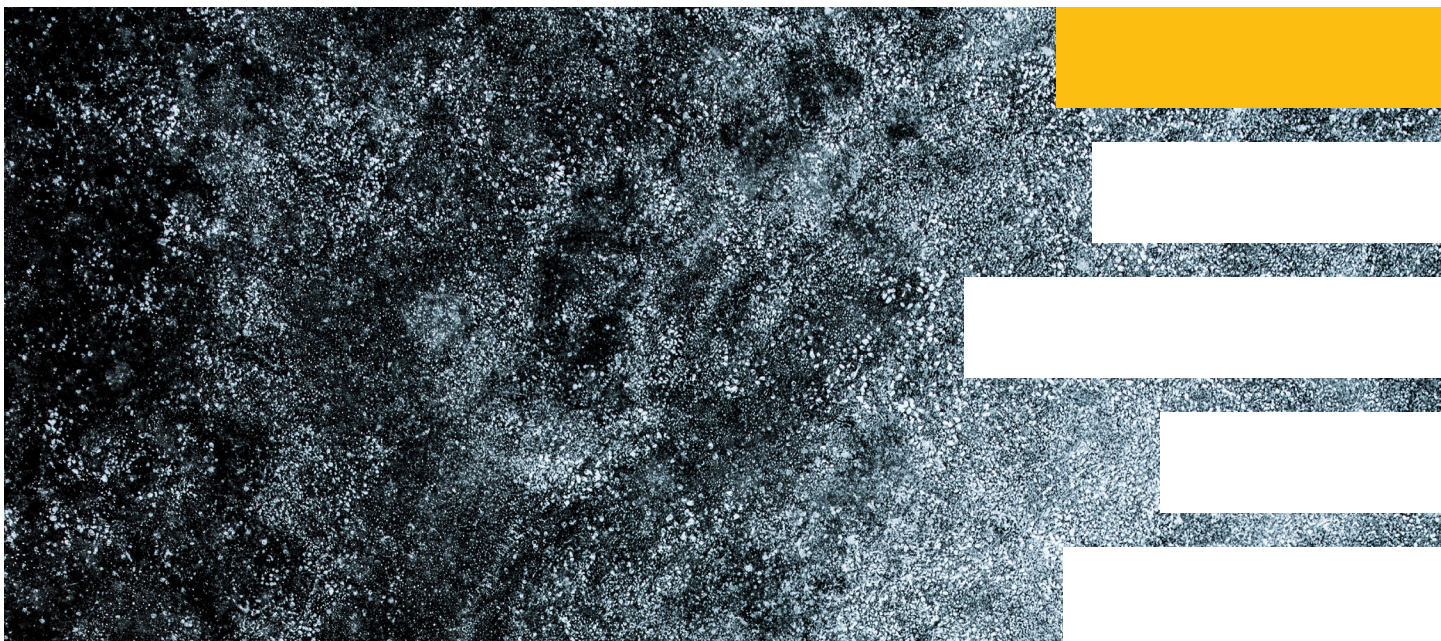
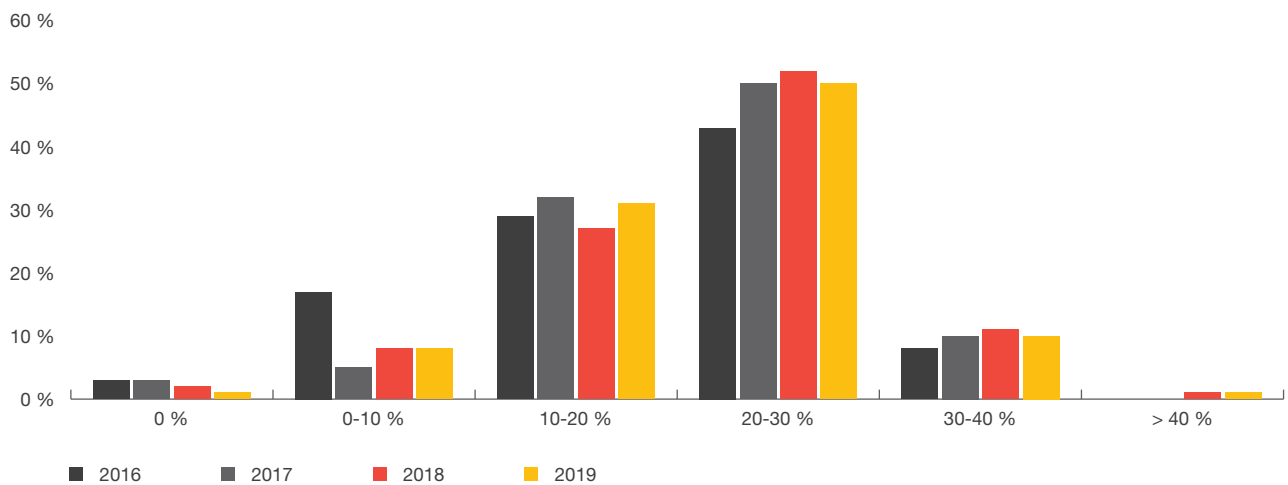
“ Kontrollpremien er uendret på
20 % - 30 %

4.7. Kontrollpremie

Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som kontrollpremie på Oslo Børs. Det vil si premien på børskurs for å kjøpe majoriteten av aksjene i et selskap for å få en kontrollpost i selskapet, kontra det å kjøpe en minoritetspost i samme selskap.

Undersøkelsen indikerer i år, som foregående år, en median kontrollpremie på Oslo Børs mellom 20 % og 30 %. 50 % av respondentene svarer at kontrollpremien bør være i dette intervallet.

Figur 4.16: Kontrollpremie på Oslo børs ved kjøp av alle aksjene i et selskap



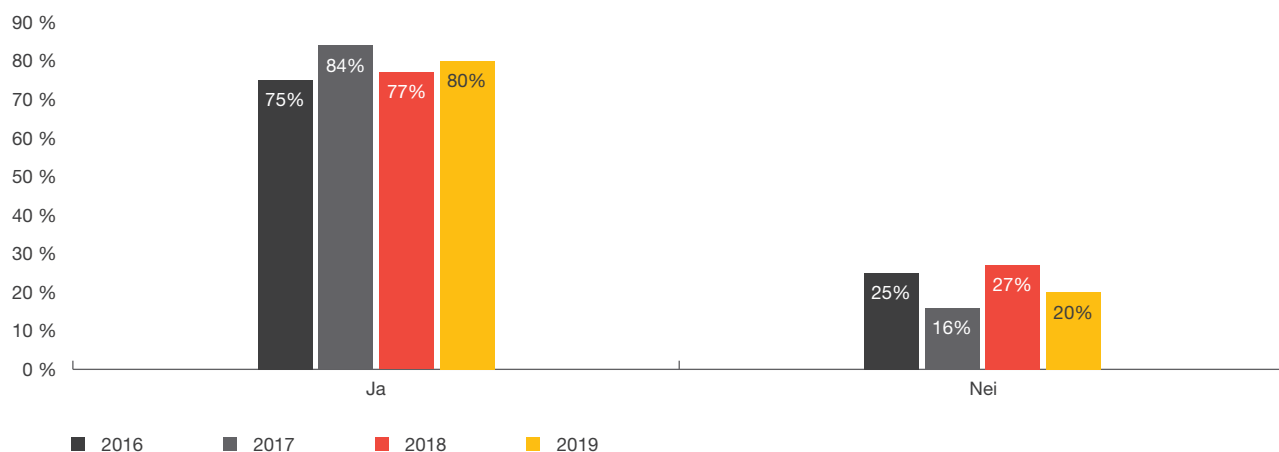
“ 80 % av respondentene mener at eierstruktur påvirker avkastningskravet

4.8. Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet

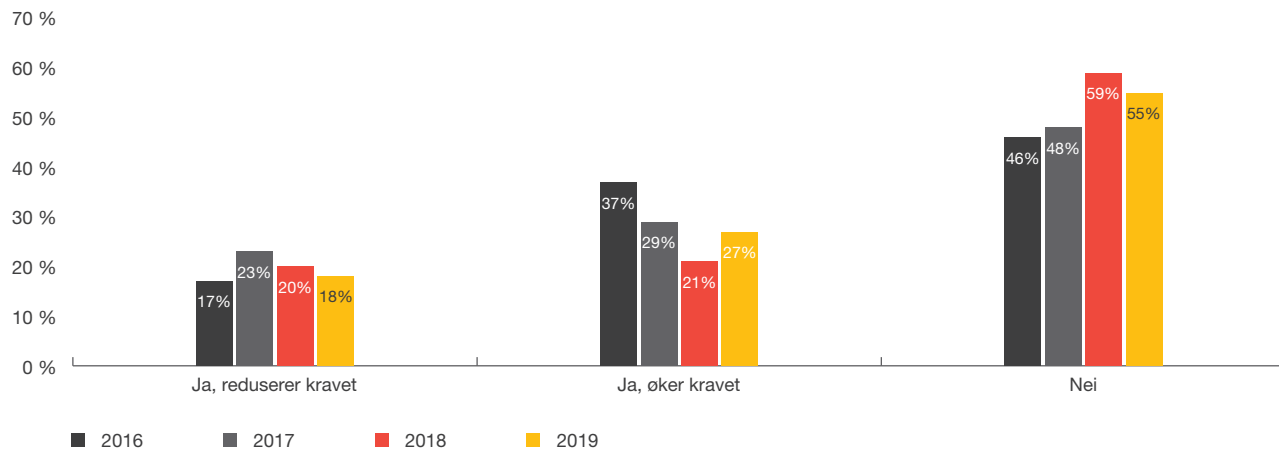
80 % av respondentene mener at eierstrukturen i et selskap påvirker avkastningskravet. Denne andelen har vært stabilt høy de siste fire årene.

I undersøkelsen stilles det også spørsmål om hvilken effekt statlig eierskap har på avkastningskravet for enkeltelskaper. Andelen som mener at statlig eierskap ikke har påvirkning på avkastningskravet er 55 % i årets undersøkelse. 27 % mener at statlig eierskap øker avkastningskravet, og dermed reduserer verdien av selskapet. 18 % mener at kravet reduseres, og dermed øker verdien av selskapet.

Figur 4.17: Eierstruktur og påvirkning på avkastningskravet



Figur 4.18: Statlig eierskaps påvirkning på avkastningskravet



“ 57 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft

4.9. Miljø og bærekraft

Respondentene er delte i oppfattelsen om hvorvidt det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for selskaper som har svak prestasjon tilknyttet miljø og bærekraft. 57% mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet, i 2018 svarte 54 % det samme.

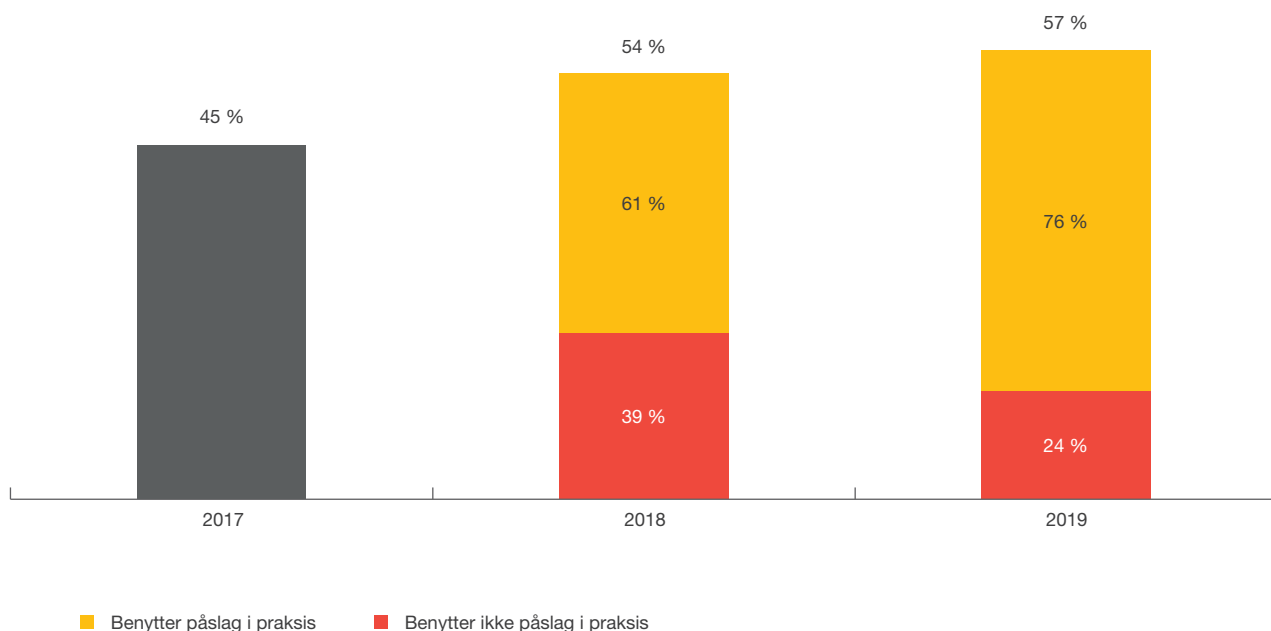
Respondentene som svarte at man bør benytte et påslag ble i år spurt om de faktisk benytter det. Her svarte 76 % ja. Dette er en betydelig økning fra 61 % i 2018.

Enkelte respondenter kommenterer at miljø og bærekraft kan hensyntas i estimerte kontantstrømmer fremfor avkastningskravet.

Nytt fra fjorårets undersøkelse er spørsmålet «Hva benytter du som grunnlag for å vurdere om selskapet har svak performance knyttet til miljø og bærekraft». Dette spørsmålet blir stilt til respondentene som har svart ja på begge de to foregående spørsmålene om miljø og bærekraft.

Svarene på spørsmålet var varierte. Flere svarer at de benytter årsrapporter, selskapets egne uttalelser, offentlig omtale, analytikervurderinger og ESG-rapporter fra ulike leverandører. Andre svarer de gjør en kvalitativ vurdering gjennom samtaler med selskapet og vurderinger av selskapets strategi, ledelse, verdikjede og bruk av teknologi for å vurdere prestasjoner knyttet til miljø og bærekraft.

Figur 4.19: Andel som mener det bør benyttes et påslag for selskaper med svak performance knyttet til miljø og bærekraft og hvorvidt det benyttes i praksis



“ Respondentene mener de tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er handelskrig, oljeprisfall og relativt høye pris/bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet.

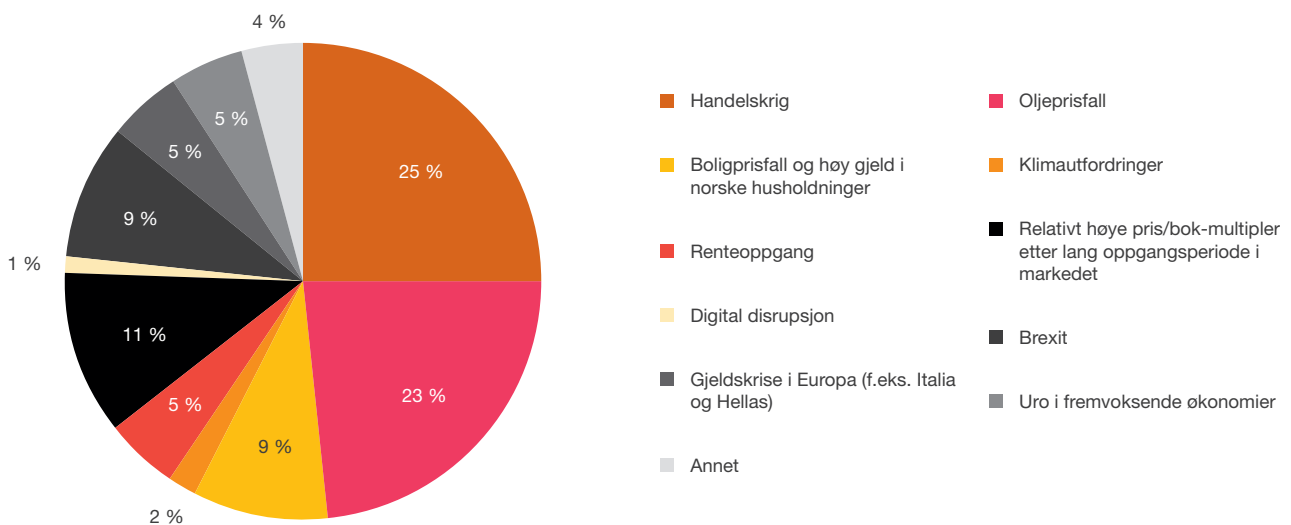
4.10. Risikofaktorer i det norske markedet

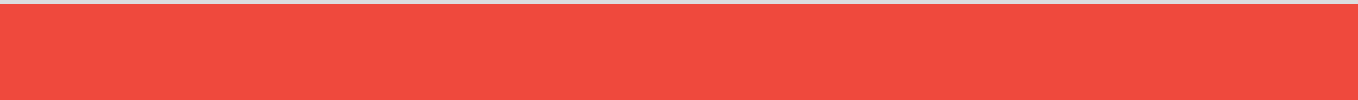
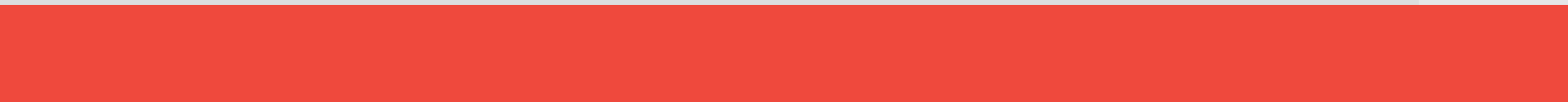
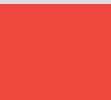
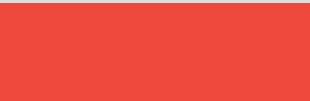
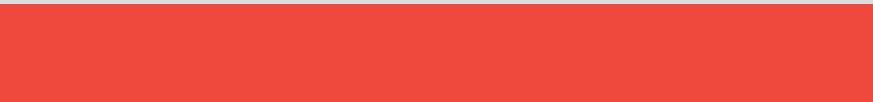
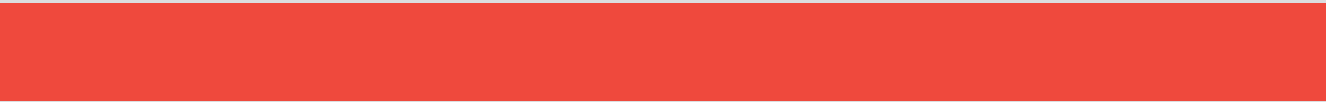
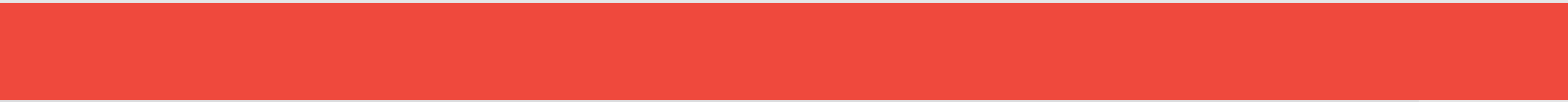
Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 25 % identifiserer handelskrig, 23 % identifiserer oljeprisfall og 11 % identifiserer høye pris/bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet. Til sammenligning, var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse oljeprisfall (23 %), handelskrig (20 %) og renteoppgang (18 %).

To andre faktorer oppnår 9 % av respondentenes stemmer; «Boligprisfall og høy gjeld i norske husholdninger» samt «Brexit».

Kun 2 % av respondentene anser klimautfordringer som en av de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. Blant respondentene som har svart annet, nevner flere global resesjon, samt det amerikanske markedet og dets politiske situasjon som en risikofaktor.

Figur 4.20: Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet





5

Definisjoner og tilnærming

I denne delen redegjøres det for viktige konseptuelle definisjoner benyttet i undersøkelsen samt metodiske forutsetninger knyttet til beregning av avkastningskravet på totalkapitalen.

Egenkapitalens avkastningskrav

Avkastningskravet for egenkapitalen (r_e) er gitt ved CAPM:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

der r_f = risikofrirente, β = beta,
 $r_m - r_f$ = markedsrisikopremien.

Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen som kan oppnås på sikre investeringer, det vil si at det er full sikkerhet for å oppnå nominell avkastning. Risikofri rente er i undersøkelsen definert som den risikofrie renten som bør benyttes i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper

Beta

Beta er et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. Er en aksjes beta lik 1, vil aksjen svinge like mange prosent som markedet. Er en aksjes beta større (mindre) enn 1, vil aksjen bevege seg mer (mindre) enn markedet målt i prosent. Beta er et mål på kompensasjonen som investoren krever for å påta seg ekstra risiko.

Markedsrisikopremien

Markedsrisikopremien kan referere til tre ulike konsepter¹:

1. Påkrevd markedsrisikopremie (required market risk premium): Den meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje (markedet) i forhold til risikofri rente. Denne benyttes for å kalkulere avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM).
2. Historisk markedsrisikopremie: Den historiske meravkastningen som aksjemarkedet har gitt over (risikofrie) statsobligasjoner.
3. Forventet markedsrisikopremie: Den forventede meravkastningen gitt ved investeringer i aksjemarkedet i forhold til (risikofrie) statsobligasjoner.

I denne studien undersøkes det førstnevnte konseptet av markedsrisikopremien. Det vil si den langsiktige markedspremien, definert som forskjellen mellom avkastningskravet og risikofri rente, respondenten ville ha benyttet for Oslo Børs i 2019.

¹ Pablo Fernández, Market Risk Premium: Required, historical and expected, WP No 574, October 2004

Det finnes to tilnærminger som vanligvis anvendes ved undersøkelser for nivået på risikopremien på aksjemarkedet; måling av premien "ex post" eller "ex ante". Måling av risikopremien "ex post" innebærer i korthet sammenligning av avkastning oppnådd gjennom kapitalplasseringer i aksjeporteføljer over lengre perioder og avkastning oppnådd ved kapitalplassering i risikofrie instrumenter over lengre perioder.

I følge Dimson et al. (2006) har Norge i gjennomsnitt hatt en årlig markedsrisikopremie i perioden 1900 til 2005 på 5,7 % basert på et aritmetisk gjennomsnitt og 3,1 % basert på et geometrisk gjennomsnitt. Undersøkelsen ble oppdatert i 2011 for perioden 1900-2010, og resultatet indikerer at markedsrisikopremien har økt i perioden 2005-2010 (Dimson et al. 2011). Aritmetisk gjennomsnitt gir en markedsrisikopremie på 7,2 %, mens geometrisk gjennomsnitt gir et gjennomsnitt på 4,2 %.

Risikopremiestudier "ex ante" baseres på markedsaktørers krav til aksjeplasseringers avkastning utover den risikofrie renten. Jamfør definisjonen på markedsrisikopremien som benyttes i denne studien vil en "ex ante" metodikk bli benyttet i denne undersøkelsen.

En mulig tilnærming til beregning av markedets risikopremie er å analysere noterte selskaper på Oslo Børs. Ved å ta utgangspunkt i selskapsverdier (entrepriseverdier) og konsensus kontantstrømestimer estimert av analytikere, kan det beregnes impliserte avkastningskrav og risikopremie slik at nåverdien av fremtidig inntjening samsvarer med entrepriseverdien.

Småbedriftspremie

Småbedriftspremien er et tillegg til avkastningskravet for egenkapitalen som følge av at små bedrifter historisk sett har hatt høyere avkastning enn større selskaper, samtidig som det kan være knyttet høyere risiko og eierkostnad til små selskaper (større avhengighet til nøkkelpersoner, enkeltprodukter eller kunder) (Fama & French, 1992). Selskapets størrelse er definert ut i fra selskapets markedsverdi. Undersøkelsen kartlegger hvorvidt respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie, samt størrelsen på det eventuelle påslaget.

Kontrollpremie

Kontrollpremien er en premie som investorer antas å være villige til å betale for en kontrollpost i forhold til en minoritetspost i et selskap. Premien knyttes til større innflytelsesmulighet, som for eksempel større beslutningsmulighet og mulighet for å skape tilleggsverdier gjennom utvikling av synergier med andre virksomheter. Når en skal vurdere nivået på kontrollpremien bør en ta hensyn til de spesielle forhold som karakteriserer selskapet og den aktuelle aksjeposten som skal vurderes. Analysen fokuseres på konkrete rettigheter som tilkjennes den kontrollerende aksjonær, eller mangelen på rettigheter for minoritetsaksjonæren.

Langsiktig inflasjonsforventning

Inflasjon defineres som vedvarende vekst i det generelle prisnivået. Inflasjon kan måles ved veksten i konsumprisindeksen (KPI). Norges Bank styrer pengepolitikken etter et inflasjonsmål om lav og stabil prisstigning med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,0 %. Det vil ikke være én indikator som i alle situasjoner kan gi et riktig bilde av det underliggende prispresset, derfor benytter Norges Bank KPI-JAE og KPIXE i tillegg til et rent mål på KPI i vurderingen av underliggende inflasjon. KPI-JAE publiseres av Statistisk Sentralbyrå og er et mål på KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Bank har siden 2008 publisert KPIXE, KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.

Undersøkelsen kartlegger respondentenes forventning til langsiktig inflasjon i det norske markedet. Langsiktig inflasjonsforventning er i denne undersøkelsen definert som forventning til fremtidig inflasjon lenger enn fem år frem i tid.

Langsiktig vekstrate i terminalleddet i Gordons vekstformel

Gordons vekstformel antar at verdien av en fremtidig evig kontantstrøm er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. Formelen benyttes ofte for å beregne en terminalverdi, TV_t , på et gitt tidspunkt, t , der det forutsettes at fremtidige årlige kontantstrømmer, CF_t , vokser med en årlig konstant rate g . Når avkastningskravet er lik w , uttrykkes sammenhengen mellom verdi, kontantstrøm, vekst i kontantstrøm og avkastningskrav slik:

$$TV_t = \frac{CF_t (1+g)}{w - g}$$

Formelen kan også benyttes for å beregne prisen på aksje. Kontantstrømmene vil da ta form av fremtidige utbyttebetalinger som vokser med en årlig konstant nominell vekstrate. Undersøkelsen kartlegger hvilken nominell resultatvekst (g) respondentene vil benytte når de gjør beregninger ved hjelp av Gordons vekstformel. Langsiktig nominell resultatvekst er i denne undersøkelsen definert som forventning til fremtidig resultatvekst lenger enn fem år frem i tid.

Norske Finansanalytikers Forening ble stiftet i 1968 og har ca. 1 200 medlemmer.

Av aktiviteter kan nevnes:

- AFA-studiet
- Fordypningsstudium i Verdsettelse
- Rente- og porteføljeforvaltningskurs
- Stockman-prisen og publikasjonsutgivelser
- Selskapspresentasjoner
- Frokostmøter
- Seminarer

Foreningens formål er blant annet å:

- Bidra til allmenn forståelse av kapitalmarkedets funksjon og betydning for norsk økonomi
- Bidra til gode rammebetingelser og et velfungerende kapitalmarked
- Bidra til en høy standard på det analysearbeid som utføres og fremme god håndtering av informasjon fra utsteder
- Bidra til et høyt etisk nivå i finansanalyse, i forvaltning, ved rådgivning og ved omsetning av finansielle instrumenter

Kontaktinformasjon



Mette Lindbæk

mette.lindbaek@finansanalytiker.no

PwC Deals er ledende innen transaksjonsrådgivning og hjelper investorer med å forstå grunnleggende finansielle antakelser forbundet med transaksjoner; ved oppkjøp, fusjoner, fisjoner, salg, emisjoner og børsnoteringer.

Vi leverer et bredt spekter av verdivurderings-tjenester, og bistår virksomheter med finansiell modellering og utvikling av dynamiske modeller for en rekke formål.

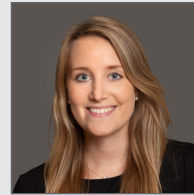
PwCs tjenester innen verdivurderinger inkluderer:

- Verdivurdering av selskaper og eiendeler
- Konserninterne transaksjoner
- Kjøpsprisallokeringer
- Nedskrivningstester
- Insitiamentsprogrammer
- Rimelighetsvurdering av bud
- Restruktureringer

PwCs tjenester innen finansiell modellering inkluderer bistand til utarbeidelse av modeller for:

- Beslutningsgrunnlag for oppkjøp og andre strategiske beslutninger
- Utarbeidelse av forretningsplaner og prognoser
- Ledelsesrapportering
- Gjeldsrådgivning, kapitalbehov og finansiering
- Gjeldsbetingelser og likviditetsprognoser

Kontaktinformasjon



Karen Fastbø

karen.fastbo@pwc.com



Stella Hyllseth

stella.hyllseth@pwc.com



Carl Christian Bergsjø

carl.christian.bergsjo@pwc.com

