

Risikopremien

i det

norske

markedet

Desember
2020

■ ■ ■ NORSKE
■ ■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ ■ FORENING

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
	4.11. Håndtering av økt risiko som følge av COVID-19 i verdsettelse	18
	4.12. Effekt av IFRS16 på verdsettelse	19
5	Definisjoner og tilnærming	21

1

Introduksjon

For tiende år på rad har PwC, i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening (NFF), gjennomført undersøkelsen “Risikopremien i det norske markedet”. Undersøkelsen er basert på svar fra 151 av NFFs ca 1 000 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, verdivurderinger og finansielle analyser samt at de gir råd til aktører i det norske markedet – og 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.

I årets undersøkelse har vi forsøkt å belyse følgende aktuelle spørsmål:

- › Skal man justere for økt risiko som følge av COVID-19 i verdsettelse av et selskap?
- › Hvordan håndteres IFRS16 i verdsettelse, både når det gjelder DCF-analyse og multipler?



Undersøkelsen baseres på svar fra 151 av NFFs ca 1 000 medlemmer.

2

Oppsummering av årets undersøkelse

- › Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5 %. Gjennomsnittet er ned fra 4,90 % i 2019 til 4,82 % i år.
- › 10-årig statsobligasjon benyttes som tidligere i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. Andelen som benytter denne har gått betydelig opp fra å ligge uendret på 34 % de siste årene til 42 % i årets undersøkelse.
- › 25 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 91 % av respondentene svarer i år at de bruker 3 % eller lavere som normalisert risikofri rente, hvilket er vesentlig høyere enn 74 % i fjor.
- › 45 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 60 % at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.
- › 85 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie).
- › Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret, med en median på 20 % - 30 %.
- › 68 % av respondentene mener at man bør benytte 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning.
- › Median av vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell er 2,0 %, i tråd med medianen av langsiktig inflasjonsforventning.
- › På lik linje med tidligere år, mener en stor andel av respondentene (77 %) at eierstruktur påvirker avkastningskravet på enkelt-selskaper.
- › 66 % 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 74 % å faktisk benytte et påslag.
- › De tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er ifølge respondentene:
 1. COVID-19 (29 %)
 2. Oljeprisfall (21 %)
 3. Relativt høye Pris/Bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet (11 %)
- › Av disse mener flertallet at justeringen bør gjøres i form av scenarioanalyser i kontantstrømmen.
- › Flertallet av respondentene har ikke tatt stilling til hvordan innføringen av ny leasingstandard fører til endringer i beregningen av kontantstrøm i en DCF-analyse. Videre svarer 50 % at de ikke har tatt stilling til hvordan man skal justere multipler for å muliggjøre sammenligning mellom gammel og ny standard (IAS17 og IFRS16).

5 %

Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5 %.

25 %

25 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente.

85 %

85 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Tema	2020		2019	
	Hovedfunn	Svarprosent	Hovedfunn	Svarprosent
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,82 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,9 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	42 % 25 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	34 % 24 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	55 % 45 %	Ja Nei	47 % 53 %
Småbedriftspremie	Benyttes	85 %	Benyttes	84 %
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 4,0 % - 5,0 %	
Inflasjon	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,0 %		Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,0 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median: 2,0 % Vektet snitt: 2,0 %		Median: 2,0 % Vektet snitt: 2,0	
Kontrollpremie	Median: 20 % - 30 %		Median: 20 % - 30 %	
Eierstruktur	Påvirker avkastningskravet	77 %	Påvirker avkastningskravet	80 %
Påslag i avkastningskrav ved svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja Nei Annen måte	55 % 34 % 11 %	Ja Nei	57 % 43 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	COVID-19 Oljeprisfall Relativt høye Pris/Bok-multipler etter lang oppgangperiode i markedet	29 % 21 % 11 %	Handelskrig Oljeprisfall Relativt høye pris/bok-multipler etter lang oppgangperiode i markedet	25 % 23 % 11 %
Covid-19 i verdsettelse	77 % justerer for risiko knyttet til COVID-19 i verdsettelsen av et selskap.			
IFRS16 og multiplelanalyse	IFRS16: IAS17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endring i standard på en annen måte:	27 % 17 % 52 % 4 %		
Justering av multipler for å muliggjøre sammenligning etter innføring av IFRS16	Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justeringer: Bruker multipler i tråd med IFRS16: Bruker multipler i tråd med IAS17:	50 % 20 % 18 % 12 %		

3

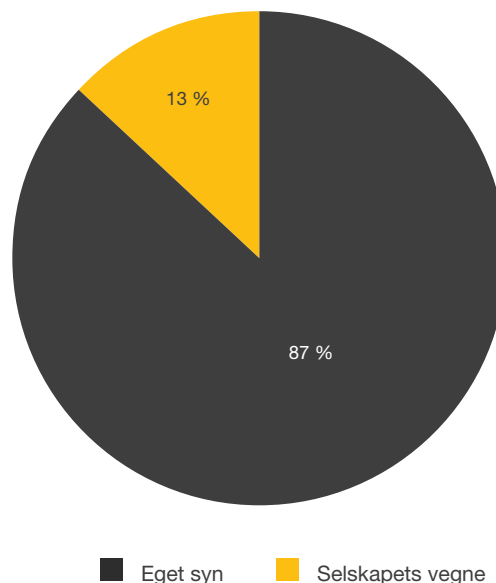
Utvalg

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, verdivurderinger 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.

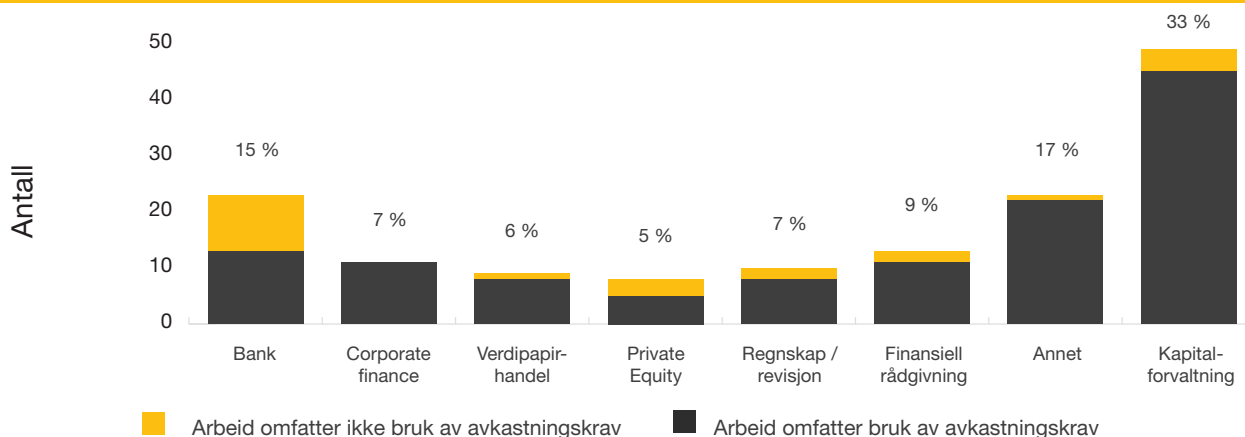
Totalt ble undersøkelsen sendt til 1 018 e-post-adresser, og i perioden 30. oktober til 13. november 2020 mottok vi 151 fullstendige svar. Dette tilsvarer en svarandel på 15 %. Undersøkelsen er også gjennomført i månedsskiftet oktober/november tidligere år.

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, se figur 3.2. 84 % av respondentene oppgir at de arbeider med investeringer, verdivurderinger eller andre oppgaver som innbefatter bruk av avkastningskrav. 87 % av respondentene har svart på vegne av seg selv, mens 13 % har svart på selskapets vegne.

3.1 Respondentkarakteristikk



3.2: Respondenter fordelt på arbeidsområde



4

Resultater fra undersøkelsen

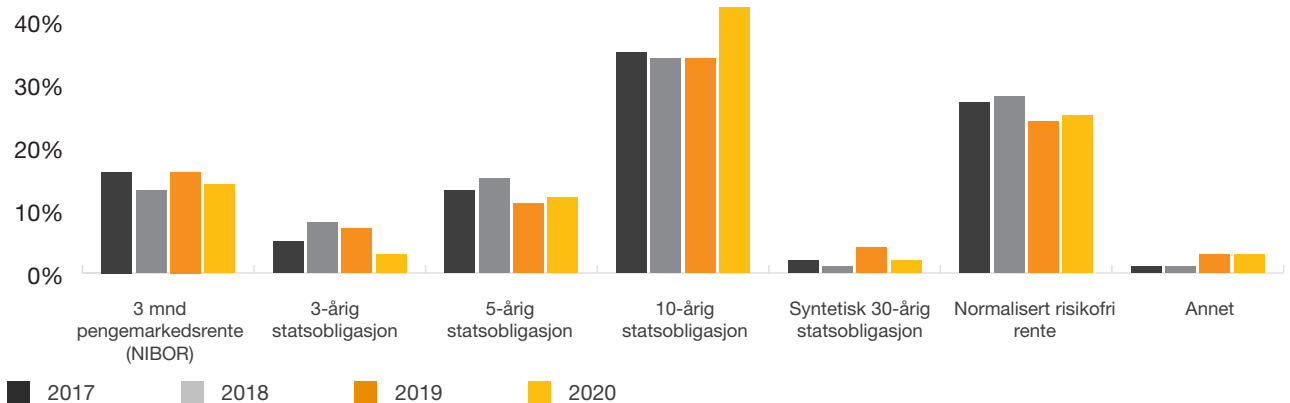
4.1. Risikofri rente i avkastningskravet

10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet.

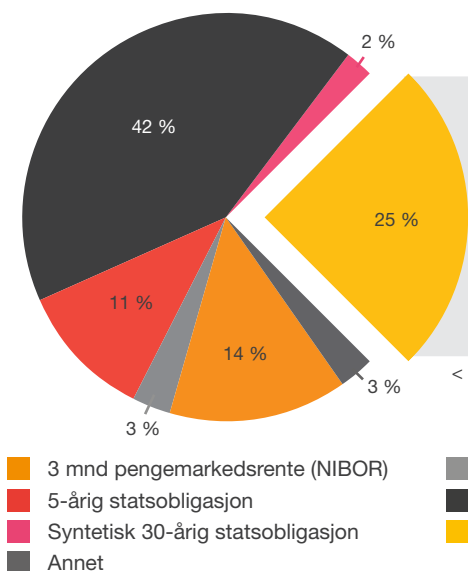
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 42 % i årets undersøkelse sammenlignet med 34 % i fjorårets undersøkelse.

I år svarer 25 % av respondentene at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, mot 24 % av respondentene i fjor. Størst andel (29 %) bruker 3,0 % som normalisert risikofri rente. Medianen for risikofri rente er i år 2,5 %, mot 3,0 % i fjor. Til sammenligning er en 10-årig norsk statsobligasjon per 30. oktober 2020 0,69 %. 91 % av respondentene svarer at de bruker 3,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente. Dette er en langt høyere andel sammenlignet med i fjor (74 %).

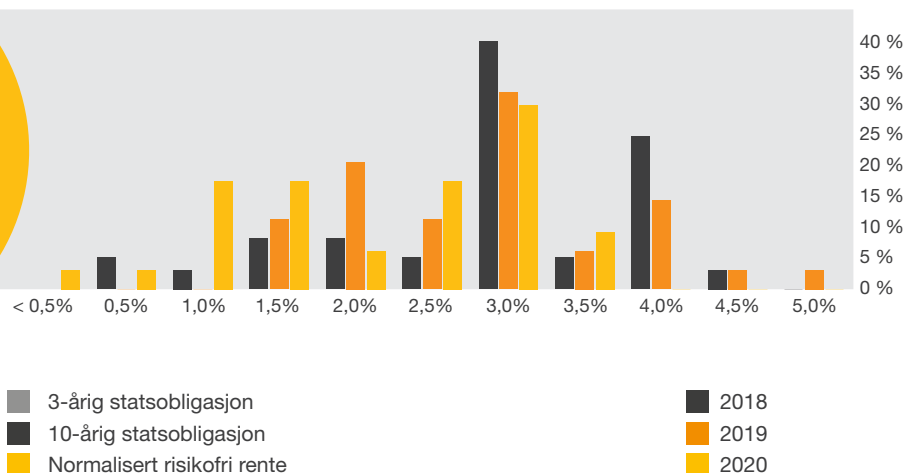
4.1: Risikofri rente



4.2.1: Valg av risikofri rente 2020



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 2020 ligger på 5,0 %.

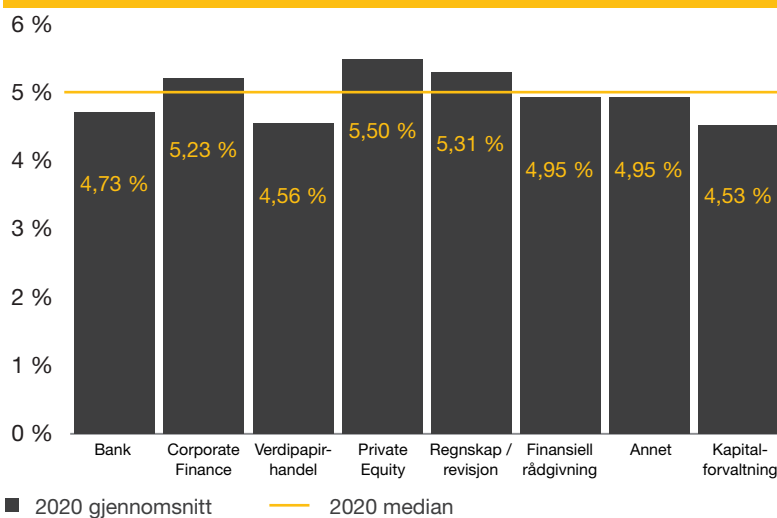
Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført. Tabell 4.3 viser nivået på markedsrisikopremien fra 2012 til 2020. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet er kun preget av små variasjoner.

Ved å se nærmere på hva respondentene innenfor de respektive arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien i 2020, ser vi at aktører innen Private Equity benytter en noe høyere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene. Aktører innen Bank og Kapitalforvaltning, som er de største responsgruppene i undersøkelsen, ligger under medianen. Figur 4.4 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

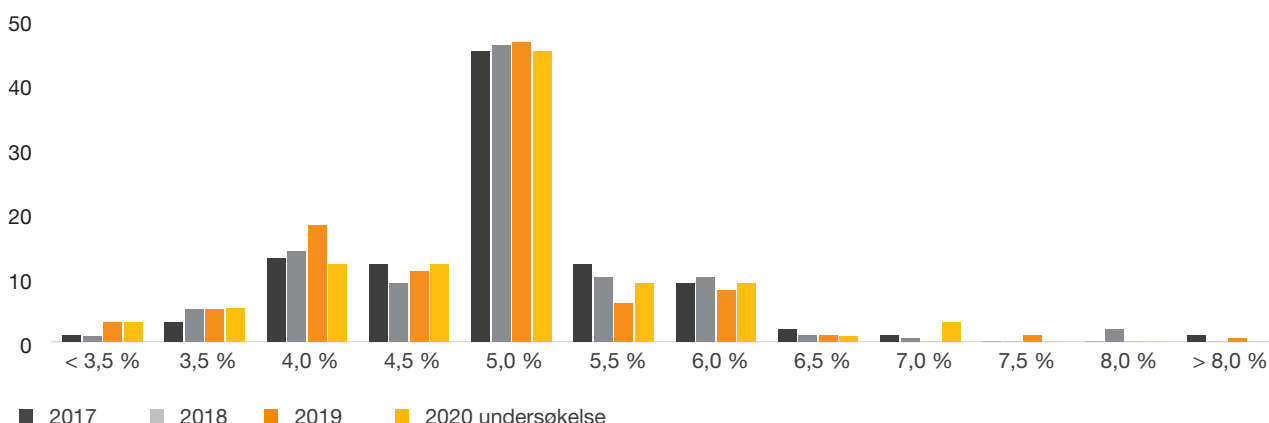
4.3: Markedsrisikopremie 2012-2020

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vektet snitt	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%
Median	5,0%	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%	4,5%
Kvartil 3	5,5%	5,5%	5,5%	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%

4.4: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2020



4.5: Markedsrisikopremie



“ 45 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres

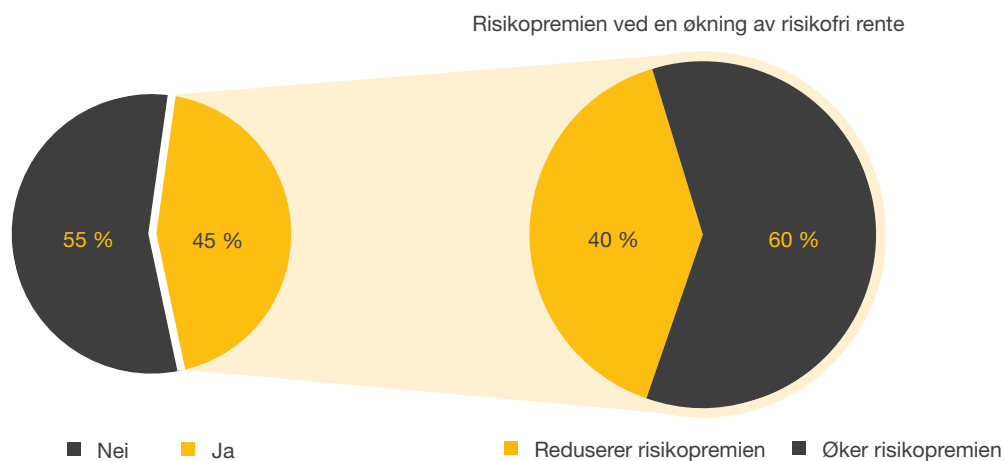
4.3. Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

Respondentene er delte i oppfatningen om hvorvidt risikopremien bør endres ved endring i risikofri rente. 45 % mener at en endring i risikofri rente også 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. 60 % svarer at en økning i risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 40 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisikopremien.



4.6: Sammenheng mellom vurdering av risikopremie og risikofri rente



“ 85 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

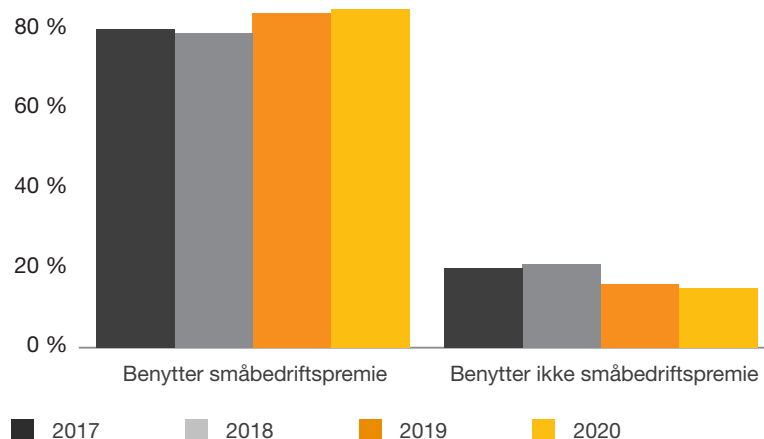
4.4. Småbedriftspremie

Undersøkelsen viser at 85 % 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.

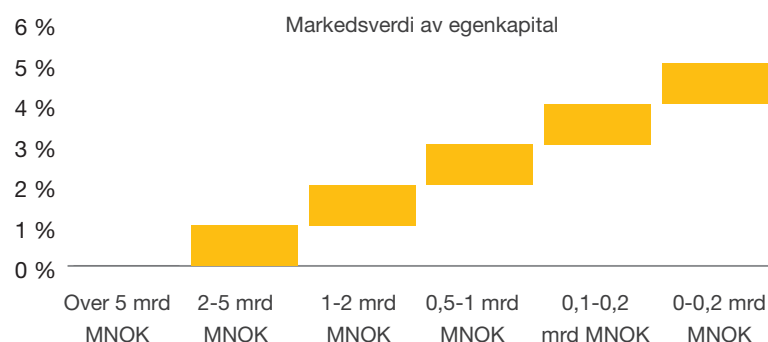
Respondentene som mener at det bør benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet ble spurt om å angi den prosentvise størrelsen på premien gitt selskapets markedsverdi. Figur 4.8 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondenter som ikke benytter 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 2017, 2018, 2019 og 2020, gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

4.7: Småbedriftspremie



4.8: Småbedriftspremie - Median



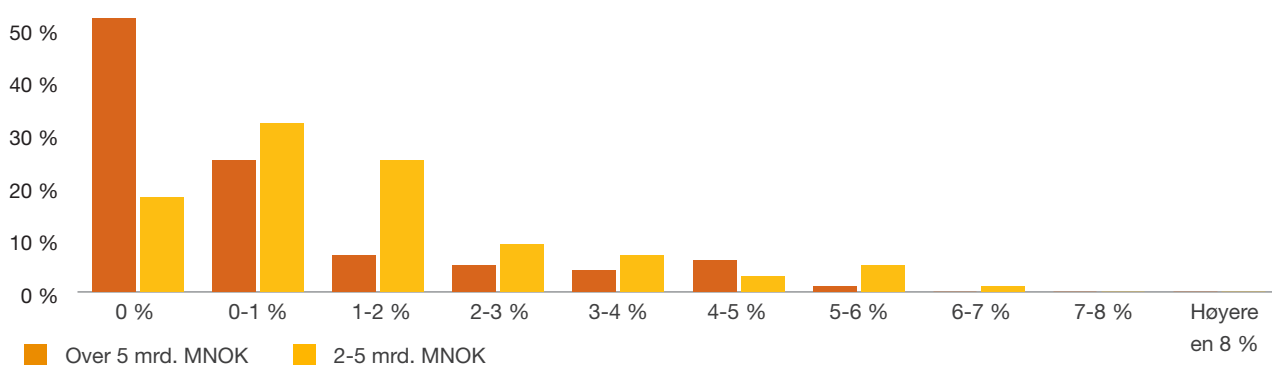
4.9: Småbedriftspremie 2017-2020

Småbedriftspremie	2017		2018		2019		2020	
	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,7 %	0%	0,6 %	0%	0,6 %	0%	0,8 %	0 %
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,3 %	0-1%	1,3 %	0-1%	1,2 %	0-1%	1,5 %	0-1 %
Egenkap. 1-2 mrd NOK	1,9 %	1-2%	2,0 %	1-2%	1,8 %	1-2%	2,1 %	1-2 %
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	2,6 %	2-3%	2,9 %	2-3%	2,8 %	2-3%	3,0 %	2-3 %
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	3,4 %	3-4%	3,7 %	3-4%	3,7 %	3-4%	3,9 %	3-4 %
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	4,6 %	4-5%	4,7 %	3-4%	4,8 %	4-5%	4,8 %	4-5 %

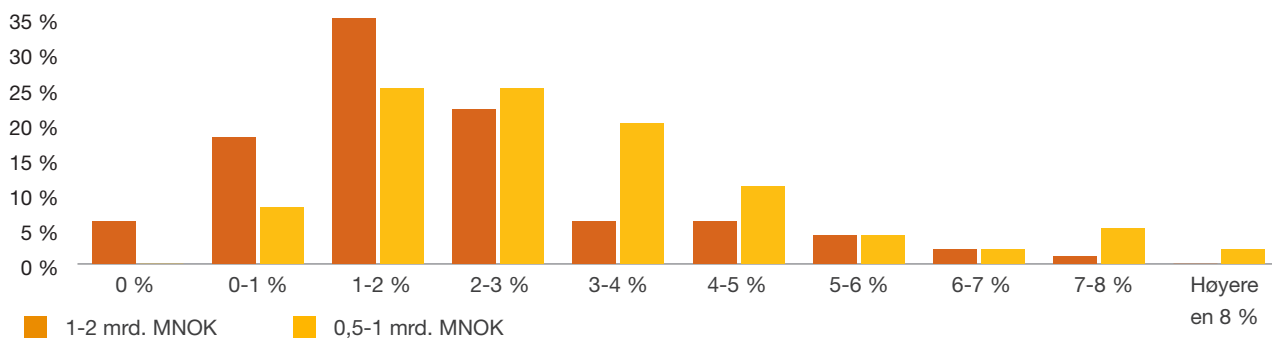
*Gjennomsnittet er beregnet som midtpunkt i intervallet

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.

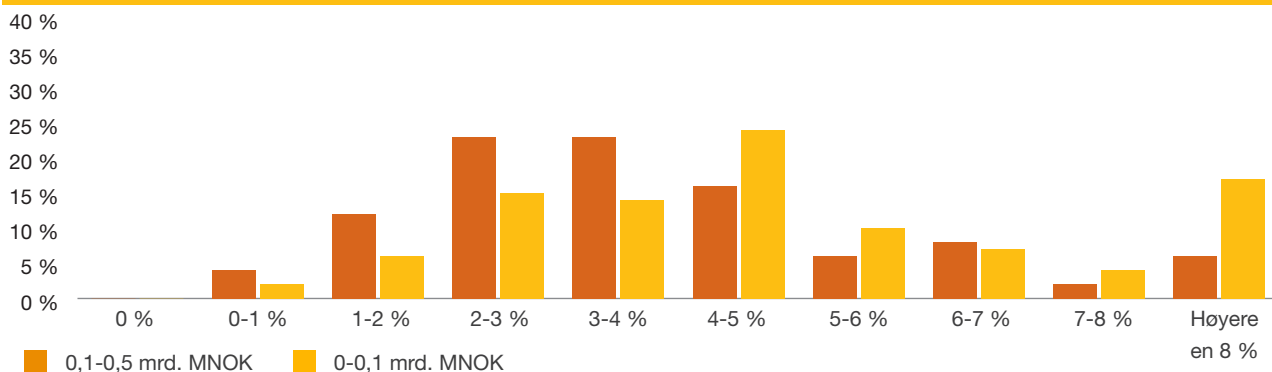
4.10: Småbedriftspremie ved markedsverdi over 5 mrd og 2-5 mrd



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



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



“ 68 % mener at det bør benyttes 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning

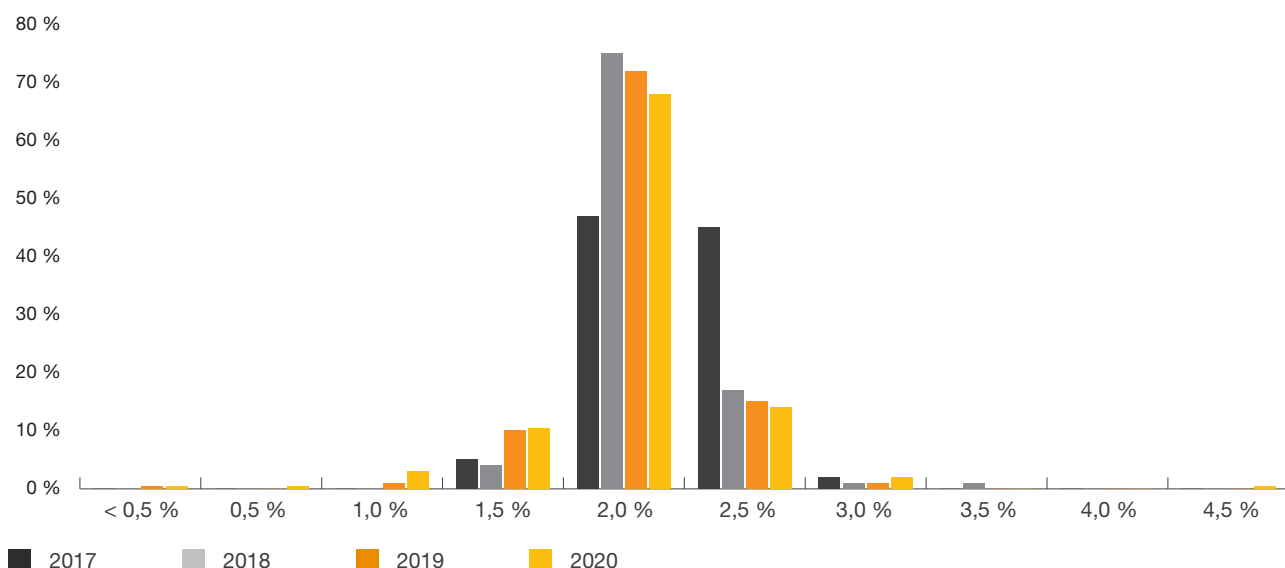
4.5. Langsiktig inflasjonsforventning

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 72 % i 2019 til 68 % i 2020.

86 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,0 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 88 % i 2019. 14 % av respondentene mener at 1,5 % eller lavere bør benyttes som inflasjonsforventning, som er tilnærmet likt som i fjor.

4.13: Langsiktig inflasjonsforventning



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

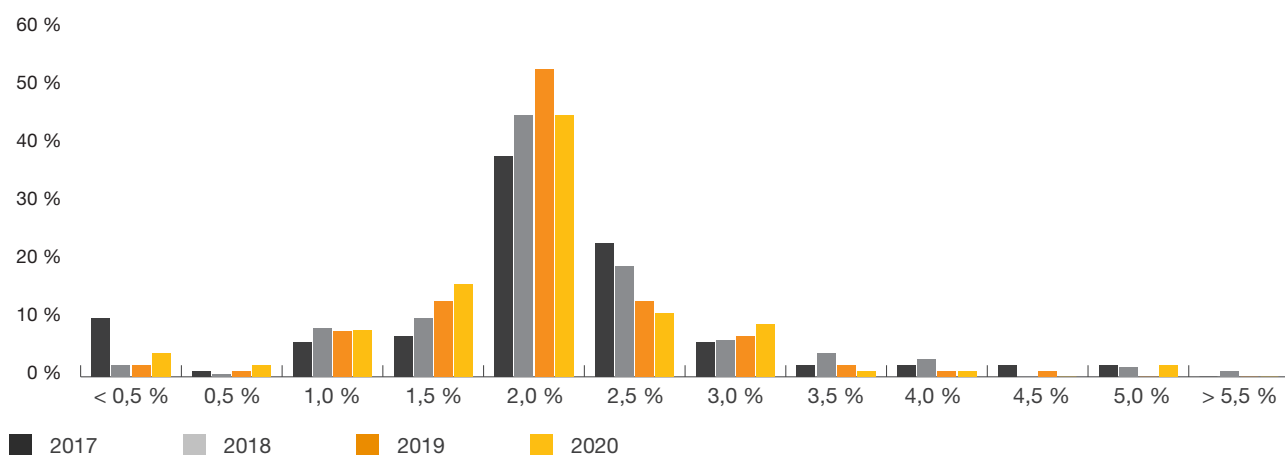
4.6. Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

Medianen viser at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 45 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate, en reduksjon fra 53 % i 2019. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % eller høyere har økt fra i fjor.

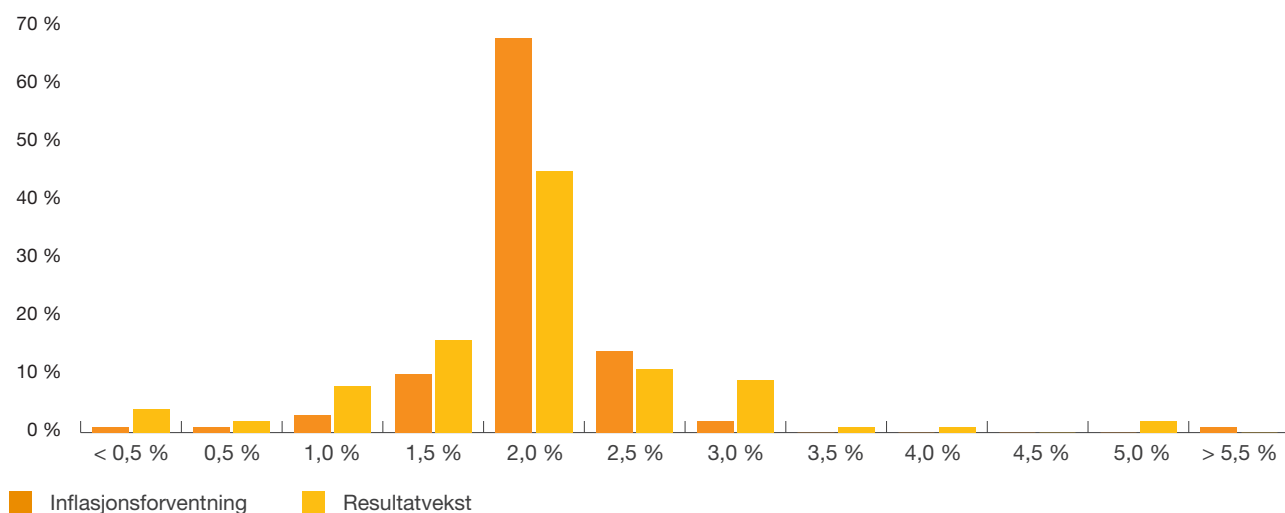
I snitt svarer respondentene at vekstraten i terminalleddet bør tilsvare inflasjonsforventning, men det er større variasjon i svarene.

I likhet med tidligere år kommenterer flere respondenter at den langsiktige vekstraten avhenger av bransje og hvilket selskap man verdsetter.

4.14: Vekstrate i terminalleddet



4.15: Vekstrate og inflasjonsforventning 2020



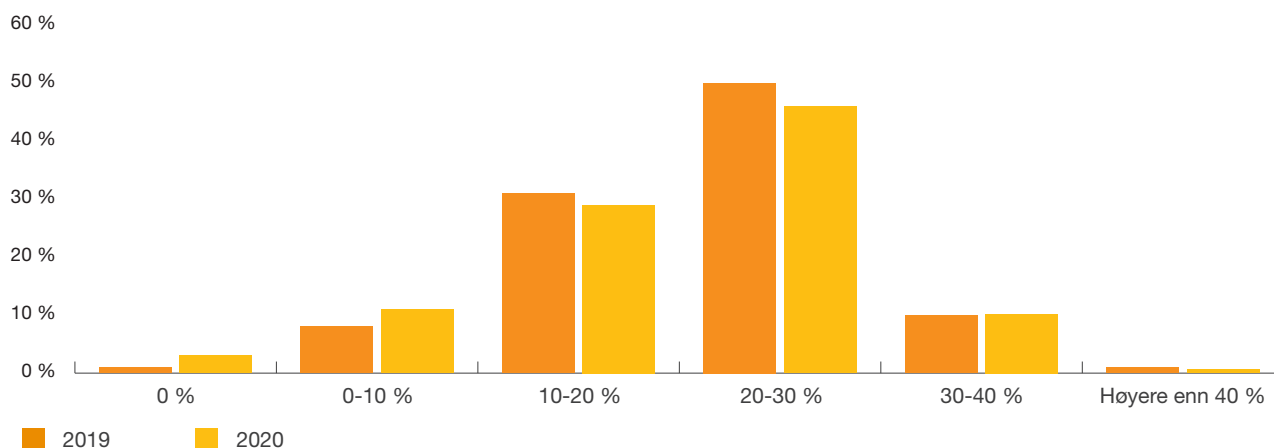
“ Kontrollpremien er uendret på 20 % - 30 %

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 %. 46 % av respondentene svarer at kontrollpremien bør være i dette intervallet.

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

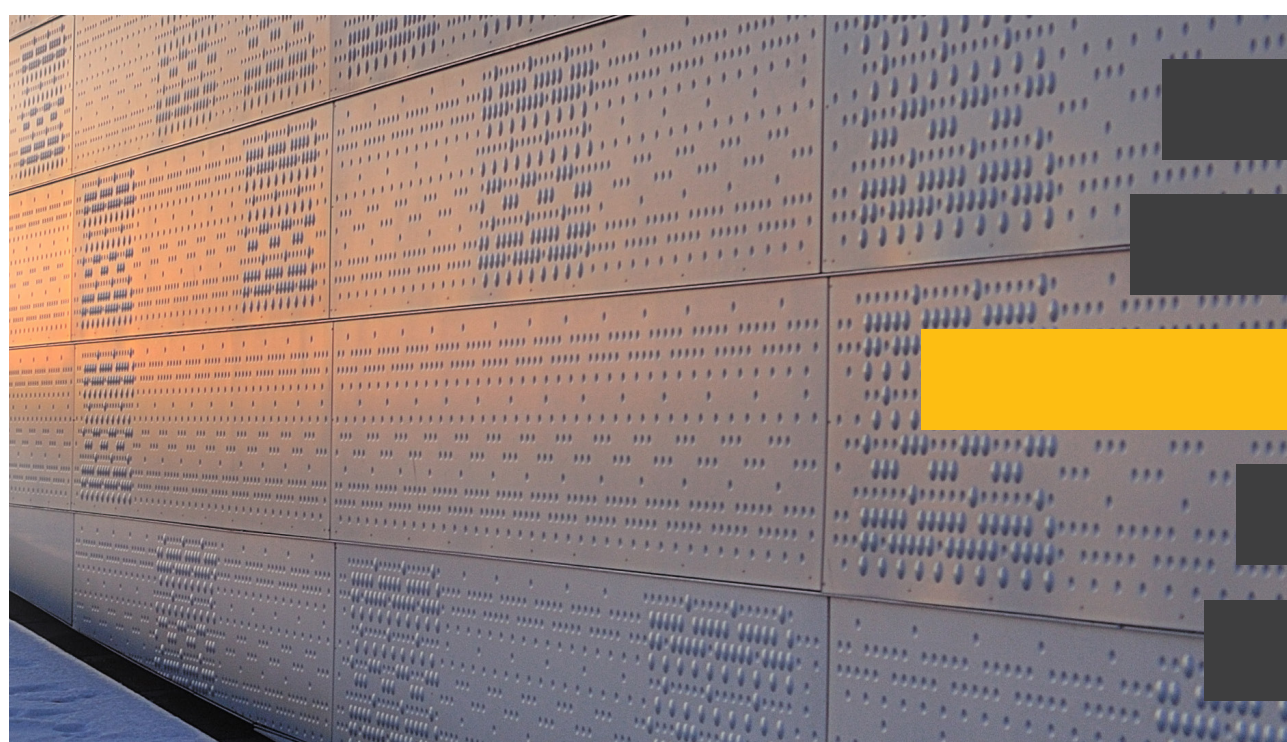
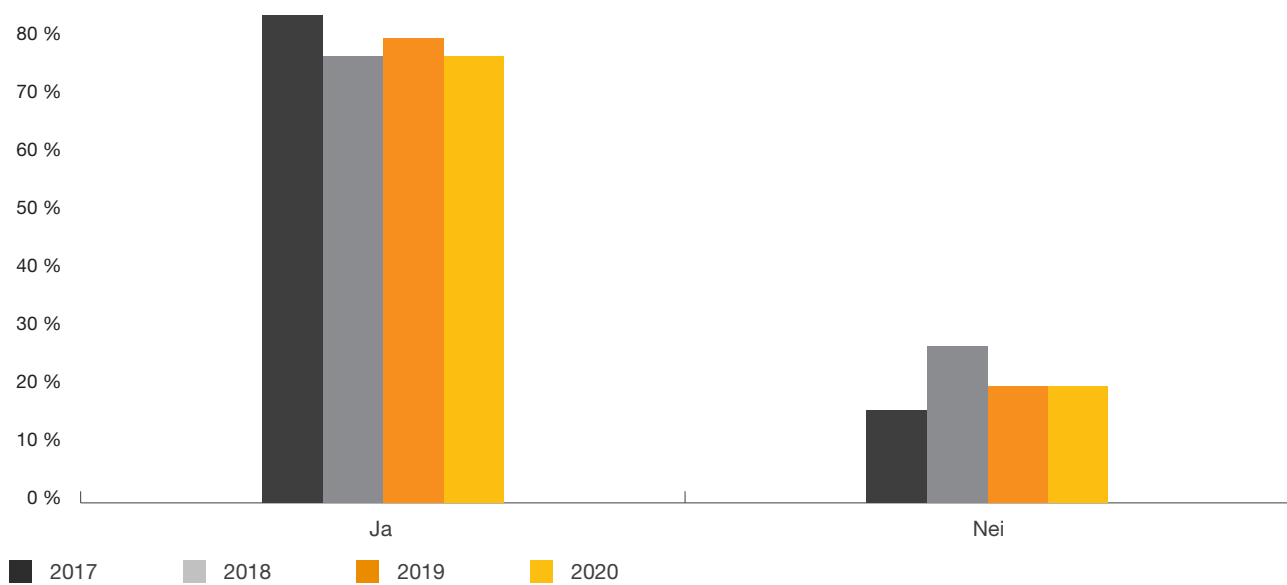


“ 77 % av respondentene mener at eierstruktur påvirker avkastningskravet

4.8. Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet

77 % av respondentene mener at eierstrukturen i et selskap påvirker avkastningskravet. Denne andelen har vært stabilt høy de siste fem årene.

4.17: Eierstruktur og påvirkning på avkastningskravet



“ 55 % 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. 55 % svarte ja, i 2019 svarte 57 % det samme.

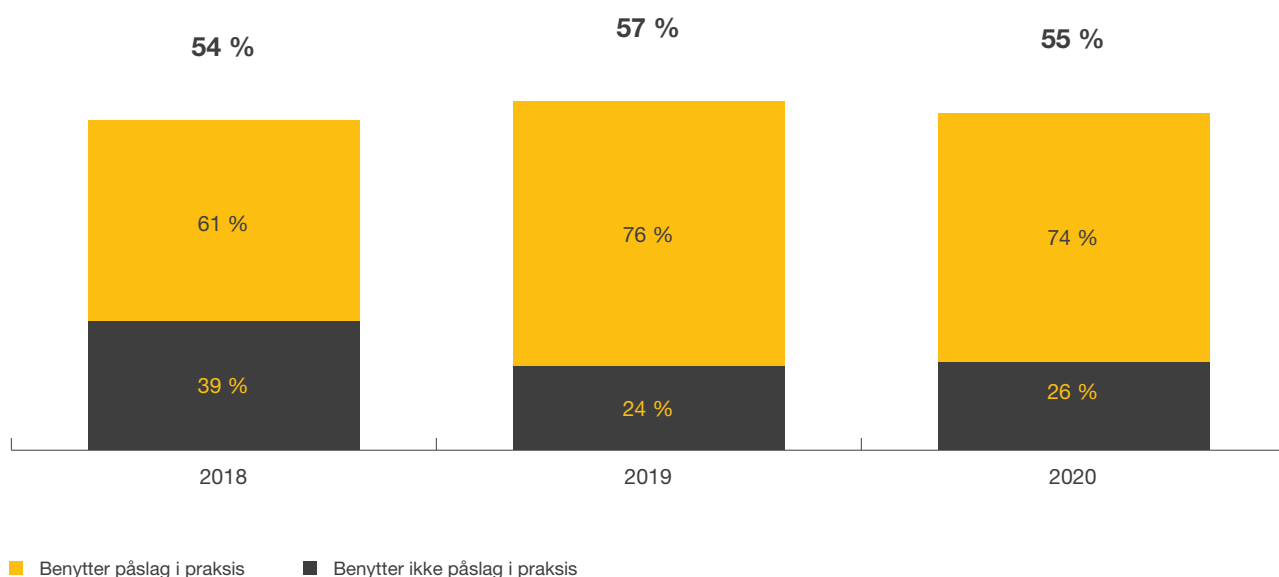
I år ga vi respondentene muligheten til å svare “annen måte”. 11 % har valgt dette alternativet, og flere utdyper her at hensynet til svak performance knyttet til miljø og bærekraft bør reflekteres i kontantstrøm.

Av respondentene som svarte at man bør benytte et påslag, svarte 74 % at de faktisk benytter det. Denne andelen er tilnærmet lik som i 2019.

I likhet med fjorårets undersøkelse fikk respondentene som svarte “ja” på begge foregående spørsmål følgende spørsmål: «Hva benytter du som grunnlag for å vurdere om selskapet har svak performance knyttet til miljø og bærekraft»?

Svarene på spørsmålet var varierte. Flere svarer at de benytter ESG-score fra eksterne kilder og selskapets egne årsrapporter. Andre svarer at de benytter eget internt rammeverk tilpasset ulike sektorer, ledelsens holdninger og om selskapets investeringer reflekterer målsetningene.

4.18: Andel som mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet 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 COVID-19, oljeprisfall og relativt høye Pris/Bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet.

4.10. Risikofaktorer i det norske markedet

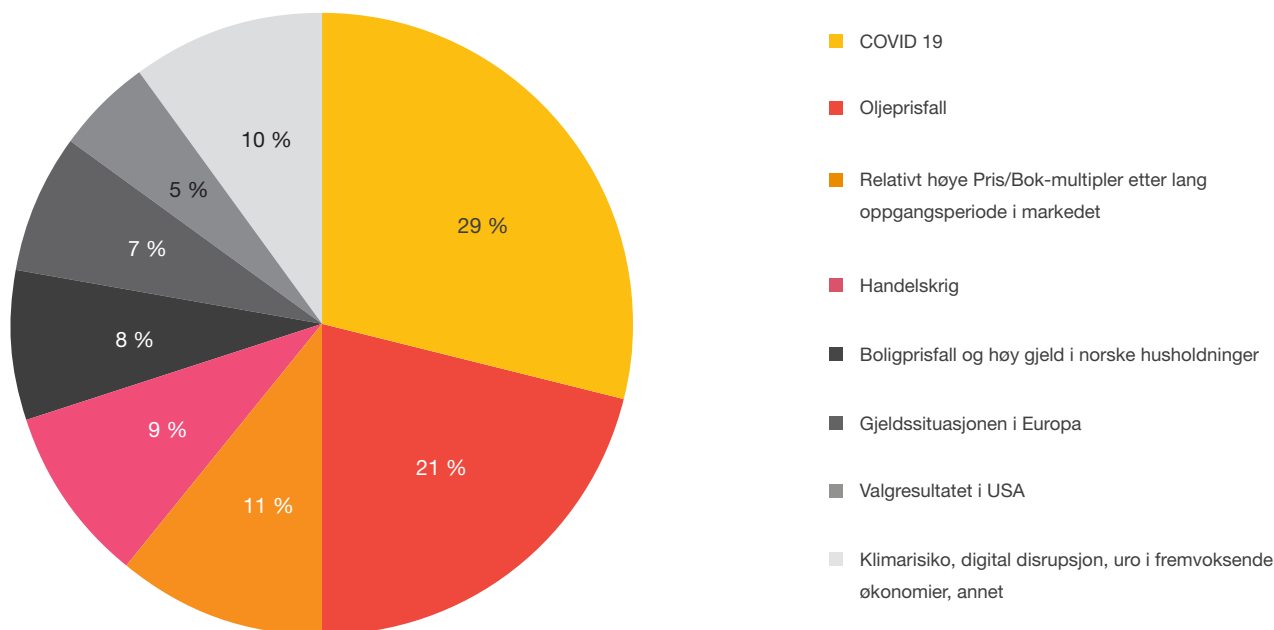
Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 29 % identifiserer COVID-19, 21 % identifiserer oljeprisfall og 11 % identifiserer høye Pris/Bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet. Til sammenligning var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse handelskrig (25 %), oljeprisfall (23 %) og relativt høye Pris/Bok-multipler etter lang oppgangsperiode i markedet (11 %).

Handelskrig og boligprisfall/høy gjeld i norske husholdninger oppnår henholdsvis 8 % og 9 % av respondentenes stemmer.

Valgresultatet i USA ble ansett som en av de viktigste risikofaktorene hos 5 % av respondentene.

“Annet” utgjør i all hovedsak klimautfordringer (3 %), digital disrupsjon (2 %), uro i fremvoksende økonomier (2 %) og brexit (1 %).

4.19: Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet



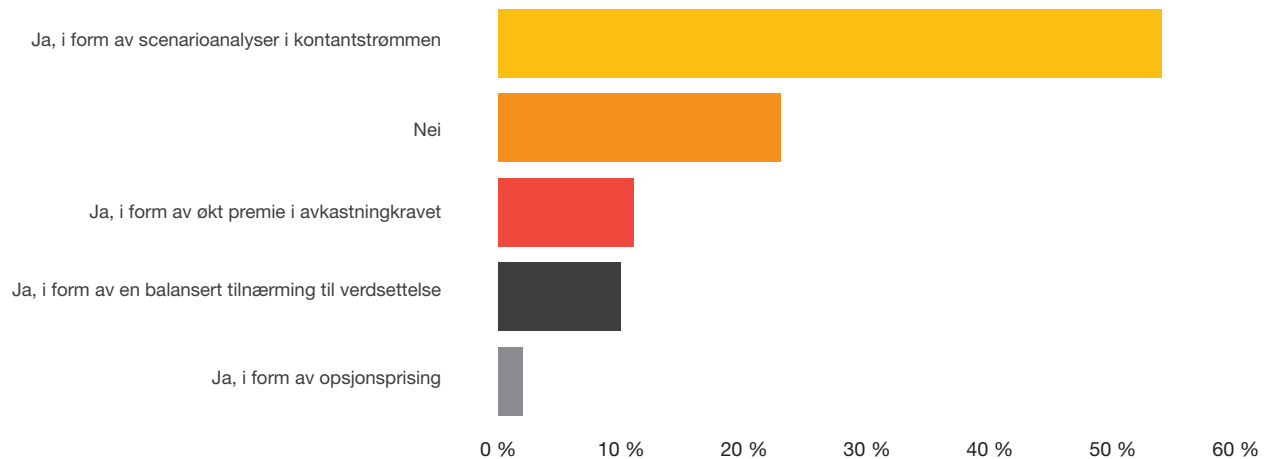
“ 77 % av respondentene gjør justeringer for risiko knyttet til COVID-19 i verdsettelse av et selskap. Av disse svarer 70 % at de justerer i form av scenarioanalyser i kontantstrømmen.

4.11 Håndtering av økt risiko som følge av COVID-19 i verdsettelse

I årets undersøkelse fikk respondentene et spørsmål om hvordan de hensyntar risiko knyttet til COVID-19 i verdsettelse av et selskap. Her svarer 77 % at de justerer for økt risiko, mens 23 % sier de ikke gjør dette.

54 % sier at de justerer i form av scenarioanalyser i kontantstrømmen, 11 % sier de justerer i form av økt premie i avkastningskravet, mens 10% gjør dette i form av en balansebasert tilnærming til verdsettelse.

4.20: Justering av økt risiko knyttet til COVID-19 i verdsettelse av et selskap



“ 50 % svarer at de ikke har tatt stilling til hvordan man skal justere multipler for å muliggjøre sammenligning mellom gammel og ny leasingstandard

4.12 Justering for IFRS16 i verdsettelse

IFRS16 ble innført som ny regnskapsstandard fra 1.januar 2019. Den nye standarden krever at leietaker balansefører (nesten) alle leieavtaler. Dermed redefineres mange vanlige finansielle nøkkeltall som EV, EBITDA og EBIT.

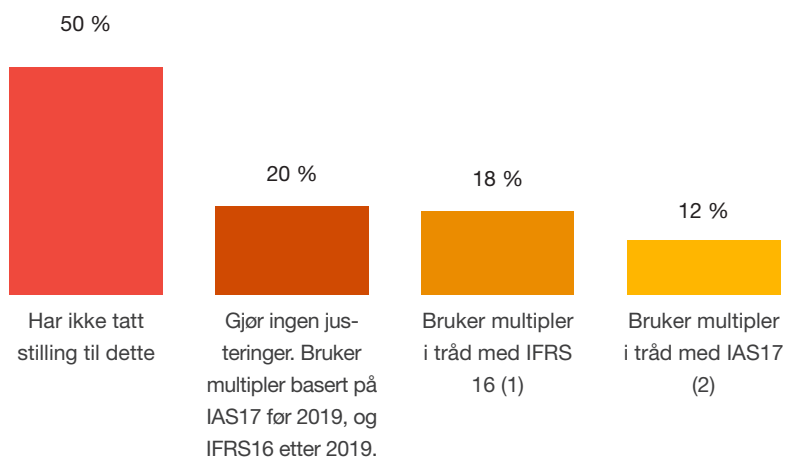
Etter innføringen av IFRS16 skal leasingkostnad behandles som avskrivning og finanskostnad, i motsetning til tidligere standard (IAS17) hvor leasingkostnad føres som operasjonell kostnad. Dette endrer kontantstrøm og avkastningskrav, mens egenkapitalverdien til selskapet bør forbli uendret. Dette virker fornuftig i teorien, men det skaper en rekke utfordringer knyttet til verdsettelse i praksis.

Basert på respondentenes svar er det foreløpig kun 27 % som har begynt å bruke kontantstrømmer i tråd med IFRS16 i verdsettelse. 50 % av respondentene har ikke tatt stilling til dette, og 17 % bruker fremdeles kontantstrøm i henhold til gammel standard i verdsettelse.

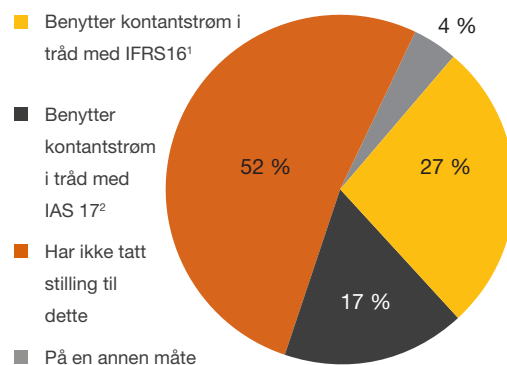
Til slutt ble respondentene spurt om hvordan de håndterer IFRS16 i verdsettelse ved bruk av multipler. Her svarte 50 % at de ikke har tatt stilling til dette, 20 % svarte at de ikke gjør noen justering, mens 18 % svarte at de justerer historiske multipler i tråd med IFRS16 slik at de blir sammenlignbare med dagens multipler. 12 % svarer at de gjør motsatt ved å justere fremtidige multipler tilbake i tråd med IAS17.

Fordi flere finansielle nøkkeltall endres etter innføringen av ny leasingstandard vil det i en overgangsperiode være vanskelig å sammenligne multipler over tid. For å muliggjøre sammenligning av for eksempel EV/EBITDA- og EV/EBIT- multipler før og etter innføring av IFRS16, må man enten justere historiske multipler til IFRS16-standard eller beregne multipler etter 2019 basert på gammel standard. 50 % av respondentene svarte imidlertid at de ikke har tatt stilling til dette, og 20 % svarer at de ikke gjør noen justering. Kun 18 % svarer at de justerer historiske multipler i tråd med IFRS16 og 12 % svarer at de fremdeles beregner multipler som om IFRS16 ikke har blitt innført.

4.21: Multiplanelanalyse etter innføring av IFRS16



4.22: Leasingstandard benyttet i kontantstrøm i DCF-analyse



(1) Leasingkostnad som avskrivninger og finanskost, EV beregnet som market cap + netto gjeld, inkludert leasingforpliktelse

(2) Leasingkostnad som OPEX, EV beregnet som market cap + netto gjeld, ekskludert leasingforpliktelse, som før implementering av IFRS16



5

Definisjoner og tilnærming

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

Egenkapitalens avkastningskrav

Avkastningskravet for egenkapitalen (r_e) er gitt ved CAPM:

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

der r_f = risikofri rente, 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.

Normalisert risikofri rente er en estimert referanserente basert på forventet langsiktig nivå for risikofri rente. Normalisert risikofri rente kan avledes fra historiske snitt av observerte renter eller en vurdering av hva som er forventet normalisert rentenivå fremover (eller en form for kombinasjon av tilnærmingene).

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 2020.

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.

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

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.

Om NFF

Norske Finansanalytikers Forening ble stiftet i 1968 og har ca. 1 000 medlemmer.

Av aktiviteter kan nevnes:

- › AFA-studiet
- › Rente- og porteføljevaltningskurs
- › 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

Om PwC Deals

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 verdivurderingstjenester, 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
- › Fairness opinions
- › 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:



Henrik Gran
henrik.gran@pwc.com



Karen Fastbø
karen.fastbo@pwc.com



Tommi Luchsinger
tommi.luchsinger@pwc.com



Andreas Lervik
andreas.lervik@pwc.com

