

Risikopremien

i det norske markedet | Desember 2022



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 Beregnet risikopremie på Oslo Børs	9
4.4 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie	10
4.5 Endring i grunnrenteskatt	11
4.6 Småbedriftspremie	12
4.7 Langsiktig inflasjonsforventning	14
4.8 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell	15
4.9 Kontrollpremie	16
4.10 Miljø og bærekraft	17
4.11 Risikofaktorer i det norske markedet	18
4.12 IFRS 16	19
Appendiks	20
Definisjoner og tilnærming	21
Implisitt markedsrisikopremie på Oslo Børs	25
Om FFN	30
Om PwC Deals	31

1. Introduksjon

For tolvte år på rad har PwC, i samarbeid med Forening for finansfag Norge (FFN), gjennomført undersøkelsen “Risikopremien i det norske markedet”. Undersøkelsen er basert på svar fra 140 av FFNs 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 og langsiktig inflasjon 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, og 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.

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

- **Hvordan påvirkes markedsrisikopremien av årets endring i grunnrenteskatten?**

Vi har også inkludert en beregning av den implisitte risikopremien på Oslo Børs. Dette er et supplement til markedsrisikopremien som fremgår av undersøkelsen.



Undersøkelsen baseres på svar fra 140 av FFNs ca. 1 000 medlemmer.

2. Oppsummering av årets undersøkelse

- Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5,0 %. Gjennomsnittet har økt fra 2021 fra 4,8 til 4,9 %.
- 10-årig statsobligasjon er som tidligere det vanligste å benytte som risikofri rente i det norske markedet. Andelen som benytter denne har økt fra fjorårets nivå på 39 %, til 50 % i årets undersøkelse.
- 26 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 76 % av disse bruker en normalisert langsiktig risikofri rente mellom 3,0 % og 5,0 %, hvor 3,5 % er mest brukt (30 %). I 2021 brukte de fleste (89 %) mellom 1,0 % og 3,0 %, med 3,0 % som mest brukt (43 %).
- 41 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 60 % at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.
- 86 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie), opp fra 77 % i fjor.
- Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret fra i fjor, hvor majoriteten mener at kontrollpremien bør være mellom 20 - 30 %.
- 51 % 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. Begge tilsvarer fjorårets resultater.
- 74 % av respondentene bruker et påslag i avkastningskravet eller justering i kontantstrømmen for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft.
- De tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er ifølge respondentene:
 - Energipriser (22 %)
 - Inflasjon (19 %)
 - Boligprisfall og høy gjeld i norske husholdninger (14 %)
- 43 % av respondentene har ikke tatt stilling til hvordan innføringen av ny leasingstandard (IFRS 16) skal håndteres i en diskontert kontantstrøm (55 % i 2021) eller i en multippelanalyse sammenlignet med gammel standard (IAS 17) (52 % i 2021).
- 75 % mener at endringen i grunnrenteskatt og økt arbeidsgiveravgift har endret deres syn på Norges som et stabilt og forutsigbart land å investere i.

5%

Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5,0 %.

26%

26 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente.

86%

86 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Tema	2022		2021	
	Hovedfunn	Svar %	Hovedfunn	Svar %
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,9 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,8 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	50 % 26 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	39 % 26 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	41 % 59 %	Ja Nei	46 % 54 %
Småbedriftspremie	Benyttes	86 %	Benyttes	77 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median: 0 %		Median: 0 %	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median: 0-1 %		Median: 0-1 %	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median: 1-2 %		Median: 1-2 %	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median: 2-3 %		Median: 2-3 %	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median: 3-4 %		Median: 3-4 %	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median: 4-5 %		Median: 4-5 %	
Inflasjon	Median: 2,0 %		Median: 2,0 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,2 %		Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,1 %	
Kontrollpremie	Median: 20 % - 30 %		Median: 20 % - 30 %	
Hensyntar svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja, i avkastningskrav og/ eller kontantstrøm Nei	74 % 26 %	Ja, i avkastningskrav og/eller kontantstrøm Nei	77 % 23 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	Energipriser Inflasjon Boligprisfall og høy gjeld i norske husholdninger	22 % 19 % 14 %	Inflasjon Oljeprisfall Renteendring	21 % 20 % 18 %
IFRS 16 og diskontert kontantstrøm	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	28 % 22 % 43 % 6 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	30% 16% 52% 3%
IFRS 16 og multiplanelanalyse	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justering: Håndterer endringer på annen måte:	24 % 17 % 43 % 11 % 5 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justering: Håndterer endringer på annen måte:	27 % 8 % 55 % 6 % 4 %

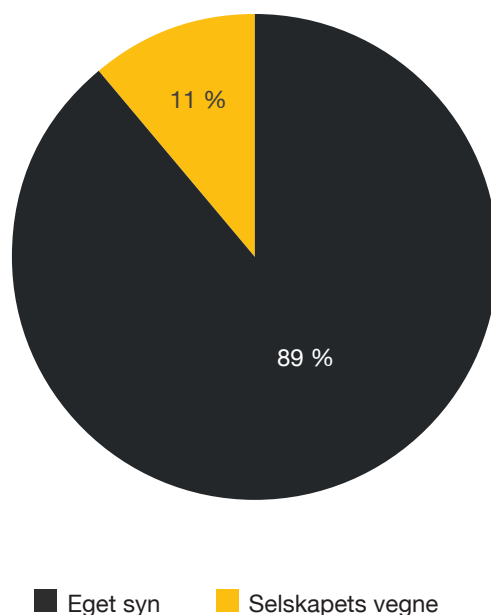
3. Utvalg

Utvalget for undersøkelsen er Forening for finansfag Norge (FFNs) medlemmer. FFN 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.

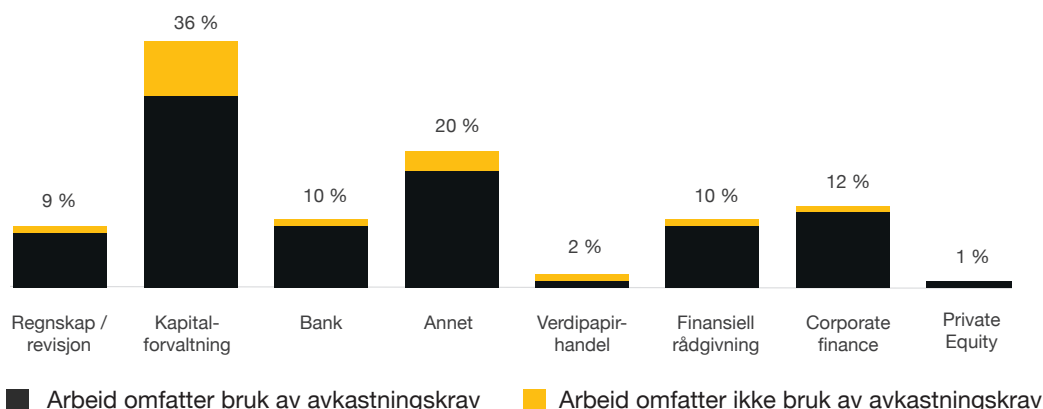
Totalt ble undersøkelsen sendt til 959 e-postadresser. I perioden 28. oktober til 18. november 2022 mottok vi 140 fullstendige svar. Dette tilsvarer en svarandel på 15 %. Undersøkelsen er også gjennomført i månedsskiftet oktober/november tidligere år.

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 for full oversikt over respondentenes arbeidsområder. 84 % av respondentene oppgir at de arbeider med investeringer, verdivurderinger eller andre oppgaver som innbefatter bruk av avkastningskrav. 89 % av respondentene har svart på vegne av seg selv, mens 11 % har svart på selskapets vegne.

3.1 Respondentkarakteristikk



3.2 Andel respondenter per arbeidsområde



4. Resultater fra undersøkelsen

4.1. Risikofri rente i avkastningskravet

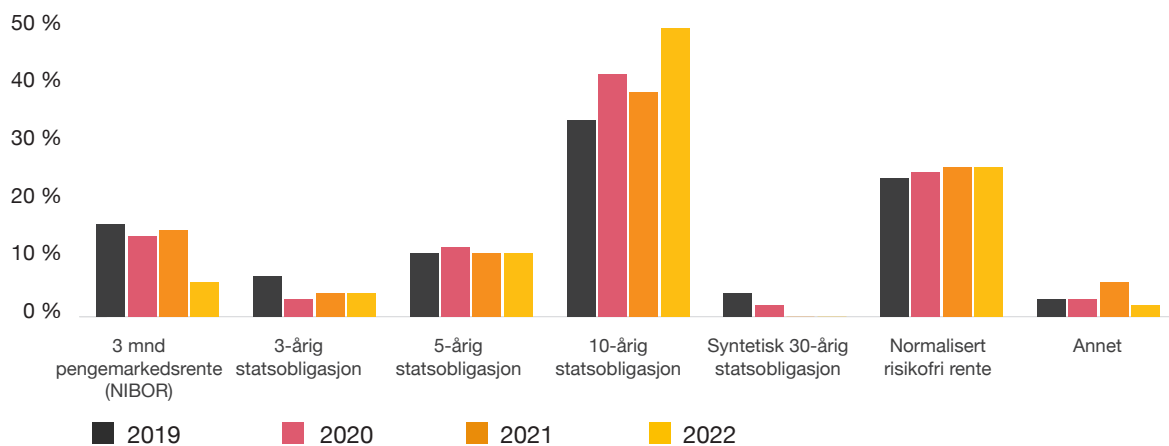
10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet

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 50 % i årets undersøkelse, sammenlignet med 39 % i fjorårets undersøkelse.

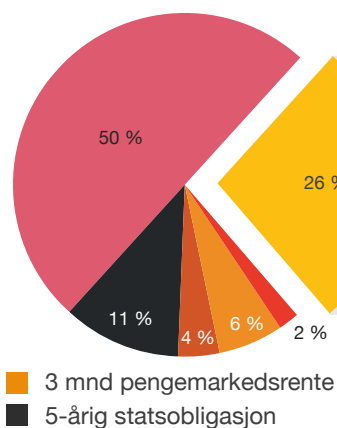
26 % av respondentene svarer at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, og dette er likt som i fjor. Størst andel (30 %) bruker 3,5 % som normalisert risikofri rente. 3,5 % er også medianen, opp fra fjorårets median på 2,5 %.

Til sammenligning er renten på en 10-årig norsk statsobligasjon per 1. november 2022 3,48 %. 38 % av respondentene svarer at de bruker 3,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente. Dette er en betydelig lavere andel enn i fjor (94 %).

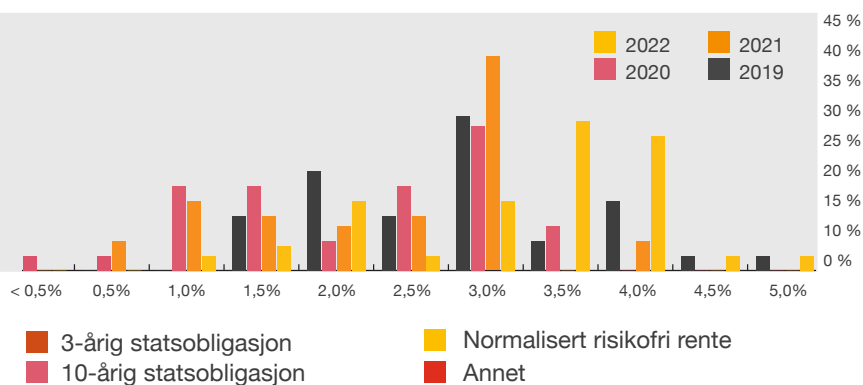
4.1.1 Risikofri rente



4.1.2 Valg av risikofri rente



4.1.3 Spredning innenfor «Normalisert risikofri rente»



4.2 Markedsrisikopremie

Nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2022 ligger på 5,0 %.

Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført. Tabell 4.2.1 viser nivået på markedsrisikopremien fra 2014 til 2022. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner.

Ved å se nærmere på hva respondene innenfor de respektive arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien i 2022, ser vi at aktører innen finansiell rådgivning og verdipapirhandel benytter en noe høyere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene. Aktører innen kapitalforvaltning, som er den største responsgruppen i undersøkelsen, ligger under medianen. Figur 4.2.2 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

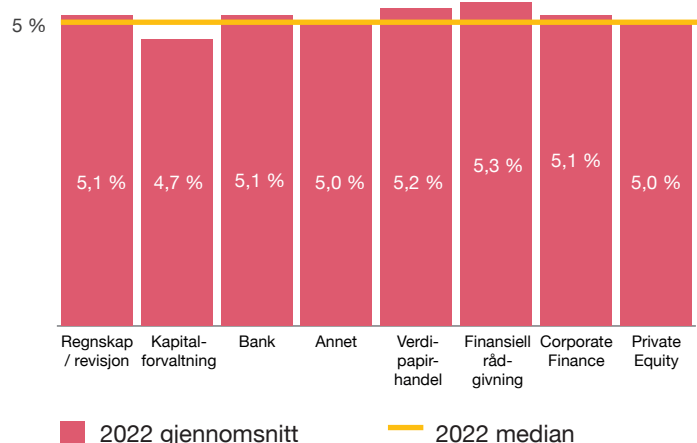


Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og ligger på 5,0 %

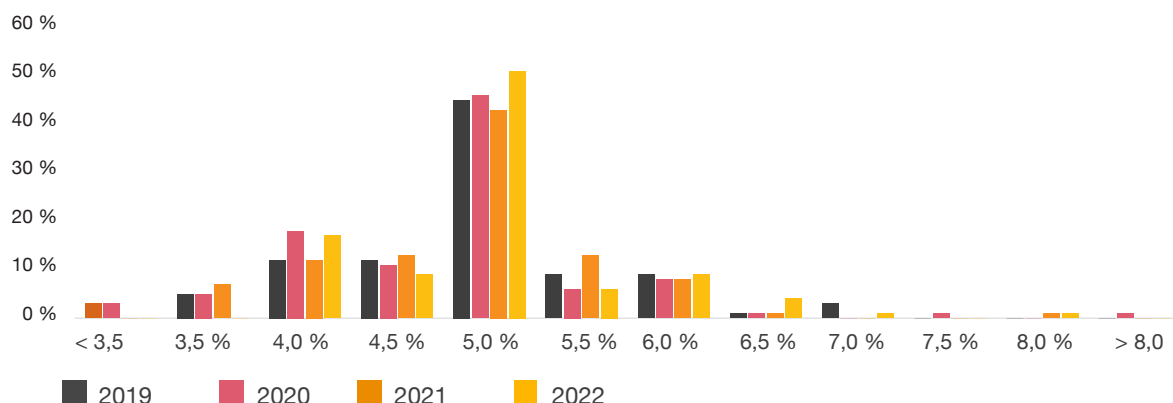
4.2.1 Markedsrisikopremie 2014-2022

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Gjennomsnitt	5,2%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%
Median	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kvartil 1	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Kvartil 3	5,5%	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

4.2.2 Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2022



4.2.3 Markedsrisikopremie



4.3 Beregnet risikopremie på Oslo Børs

Den implisitte markedsrisikopremien er beregnet ved å benytte forventede utbytter per aksje for de 40 selskaperne med størst markedsverdi på Oslo Børs. Risikopremien er per 22.11.2022 beregnet til å være 6,0 %.

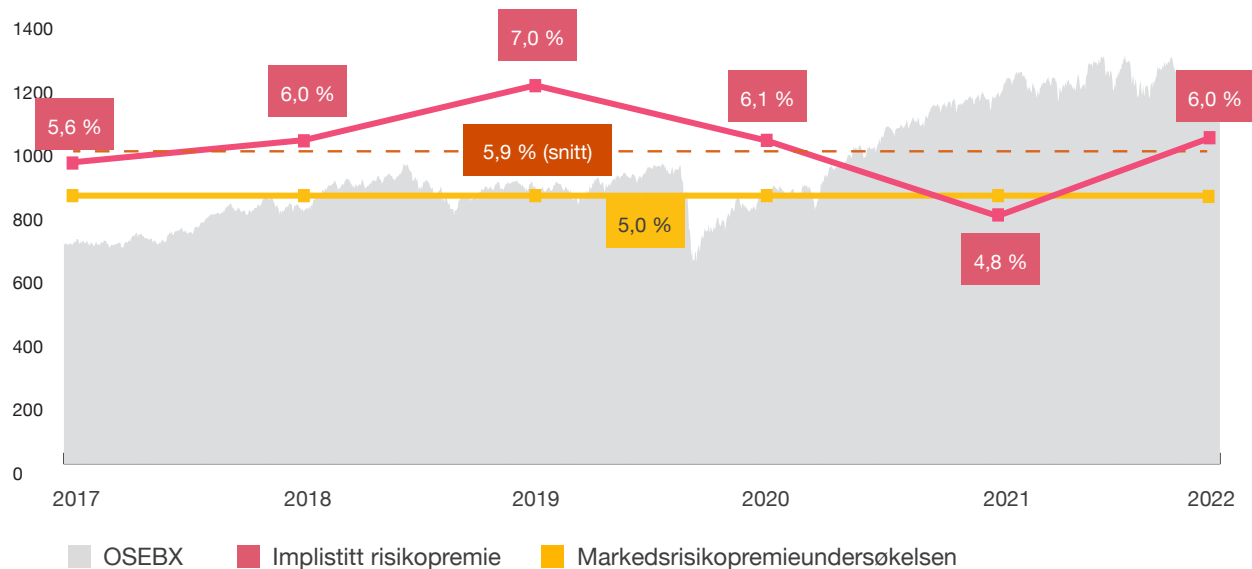
Risikopremien er styrket med 1,2 prosentpoeng fra samme tid i fjor. Beregnet risikopremie for Oslo Børs er 1,0 prosentpoeng høyere enn medianverdien funnet i undersøkelsen. Detaljer rundt beregningen finnes i appendiks.



Den gjennomsnittlige implisitte risikopremien på Oslo Børs for de siste seks årene er beregnet til å være 5,9 %.



4.3.1 Markedsrisikopremie



4.4 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

Respondentene er delte i oppfatningen av hvorvidt risikopremien bør endres ved endring i risikofri rente. 41 % mener at en endring i risikofri rente også endrer deres vurdering av risikopremien, se figur 4.4.1. Denne andelen har vært stabil mellom 40 % og 50 % i tidligere års undersøkelser.

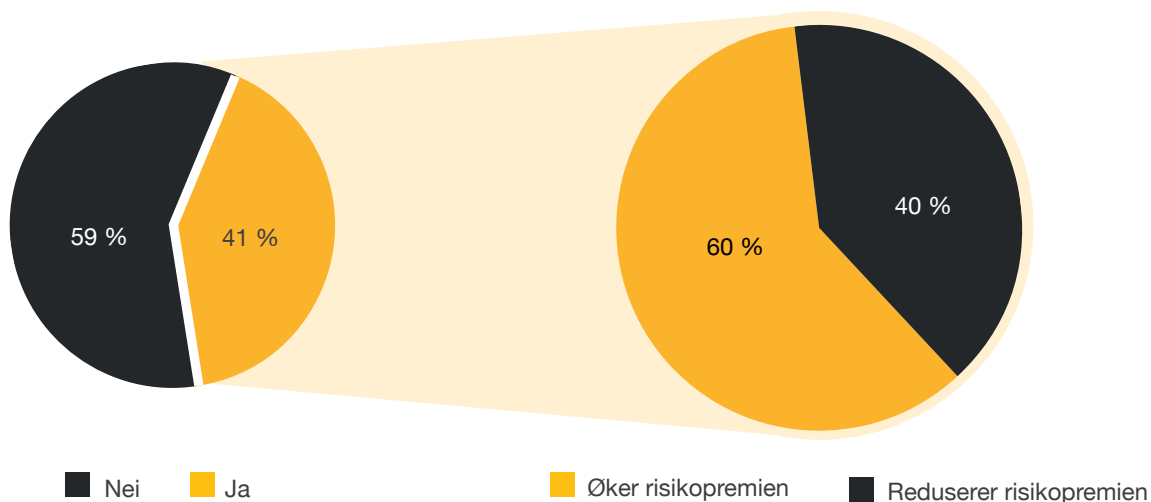
Respondentene som mener at endring i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, har ulik oppfatning av hvordan dette påvirker markedsrisikopremien. 60 % svarer at en økning i risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 40 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisikopremien.



41 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres



4.4.1 Økning i risikofri rente og påvirkning på risikopremie



4.5 Endring i grunnrenteskatt

I høst foreslo regjeringen å innføre grunnrenteskatt på havbruk og vindkraft, samt øke grunnrenteskatten på vannkraft. I tillegg foreslo de en økt arbeidsgiveravgift for lønninger over 750 000 kr.

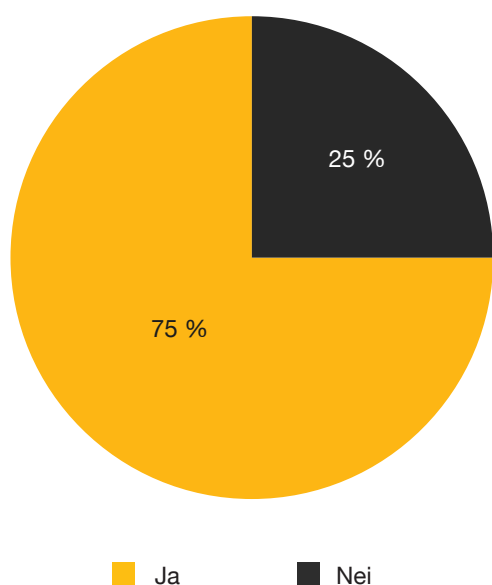
75 % av respondentene mener at disse endringene har endret deres syn på Norge som et stabilt marked å investere i. Flere nevner at endringen i grunnrenteskatten er forhastet og mangler utredning, og kommer på et uheldig tidspunkt med stor grad av usikkerhet i markedet allerede.



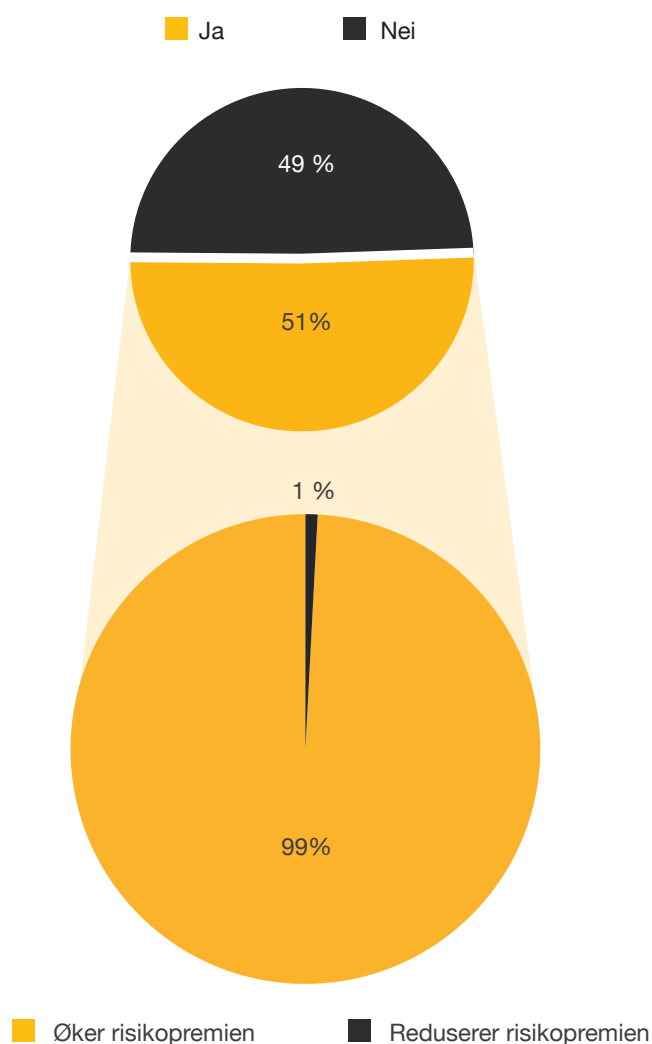
75 % svarer at endringen i grunnrenteskatt og økt arbeidsgiveravgift har endret deres syn på Norge som et stabilt og forutsigbart marked å investere i

Respondentene er delte i oppfatningen av om markedsrisikopremien påvirkes som følge av endringen i grunnrenteskatten. 51 % mener markedsrisikopremien påvirkes, og av disse mener 99 % at den øker.

4.5.1 Endret ditt syn på investeringer i det norske markedet



4.5.2 Økning i grunnrenteskatt og påvirkning på risikopremie



4.6 Småbedriftspremie

86 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Undersøkelsen viser at 86 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.6.1. Dette er noe høyere enn 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 4.6.2 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondenter som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

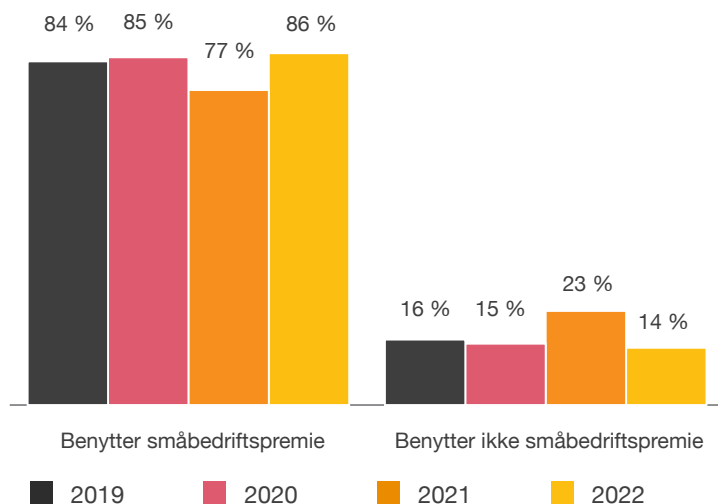


86 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

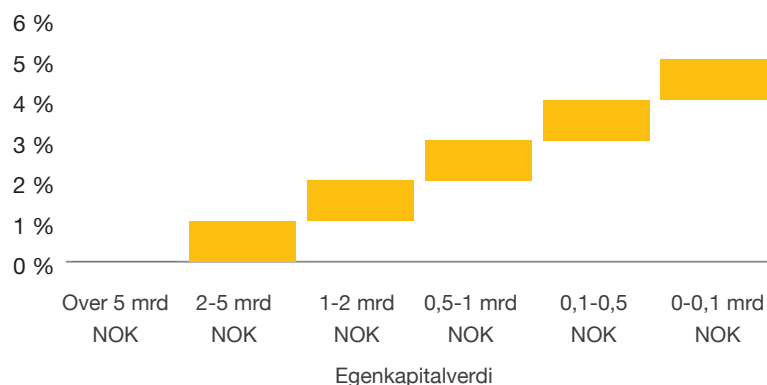
Størrelsen på småbedriftspremien øker jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 4.6.3 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2019 - 2022, gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

Det er større variasjon mellom hva respondentene mener er gjeldende småbedriftspremie for selskaper med lavere markedsverdi sammenlignet med høyere markedsverdi. Figur 4.6.4 - 4.6.5 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

4.6.1 Småbedriftspremie



4.6.2 Småbedriftspremie - Median

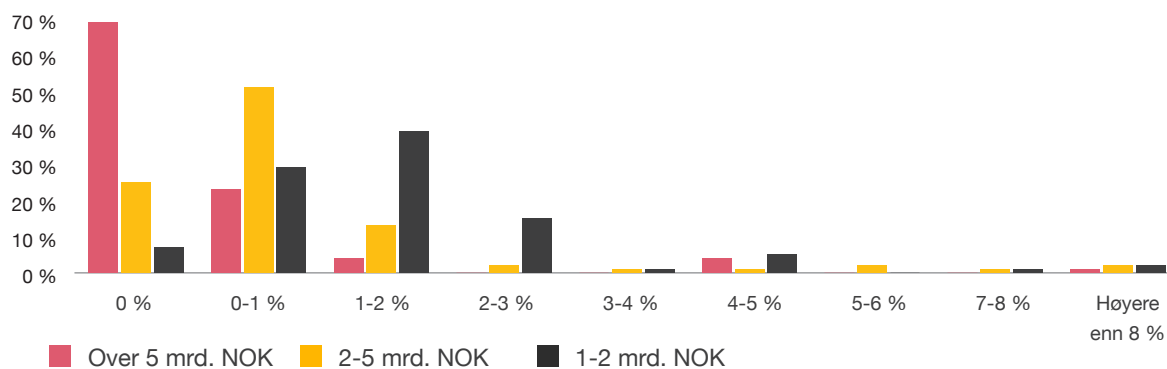


4.6.3 Småbedriftspremie 2019-2022

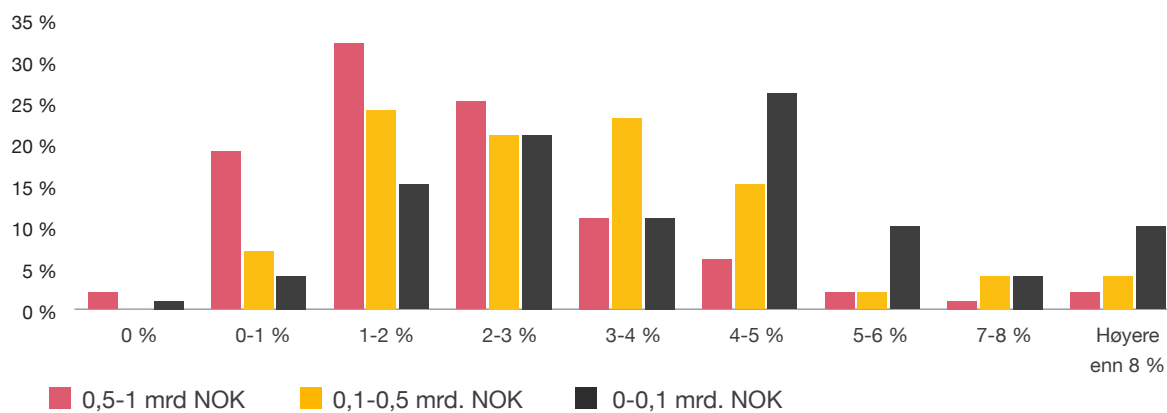
	2019		2020		2021		2022	
Småbedriftspremie	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,6 %	0%	0,8 %	0 %	0,7 %	0 %	0,3 %	0 %
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,2 %	0-1%	1,5 %	0-1 %	1,3 %	0-1 %	0,7 %	0-1 %
Egenkap. 1-2 mrd NOK	1,8 %	1-2%	2,1 %	1-2 %	1,9 %	1-2 %	1,2 %	1-2 %
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	2,8 %	2-3%	3,0 %	2-3 %	2,8 %	2-3 %	1,8 %	2-3 %
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	3,7 %	3-4%	3,9 %	3-4 %	3,7 %	3-4 %	2,5 %	3-4 %
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	4,8 %	4-5%	4,8 %	4-5 %	4,6 %	4-5 %	3,4 %	4-5 %

*Gjennomsnittet er beregnet som midtpunkt i intervallet

4.6.4 Småbedriftspremie ved markedsverdi over 5 mrd, 2-5 mrd, og 1-2 mrd NOK



4.6.5 Småbedriftspremie ved markedsverdi 0,5-1 mrd, 0,1-0,5 mrd, og 0-0,1 mrd NOK



4.7 Langsiktig inflasjonsforventning

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

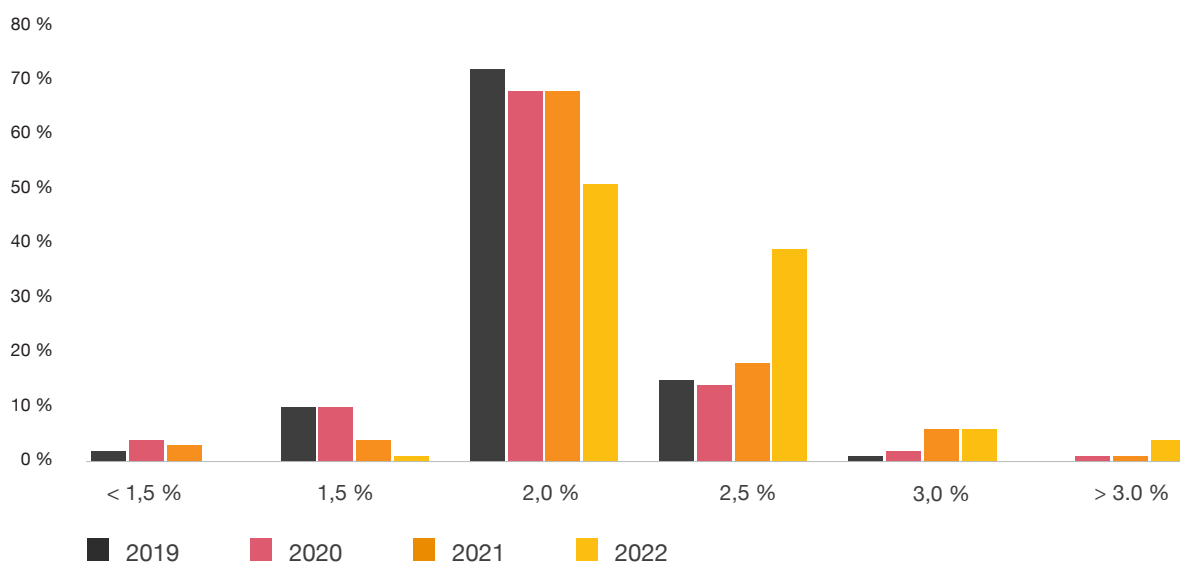
Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være 2,0 % er lavere enn i fjor (fra 68 % i 2021 til 51 % i 2022).



51 % mener at 2,0 % bør benyttes som langsiktig inflasjonsforventning

49 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,5 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 25 % i 2021. 1 % av respondentene mener at 1,5 % eller lavere bør benyttes som inflasjonsforventning, mot 7 % i fjor.

4.7.1 Langsiktig inflasjonsforventning



4.8 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

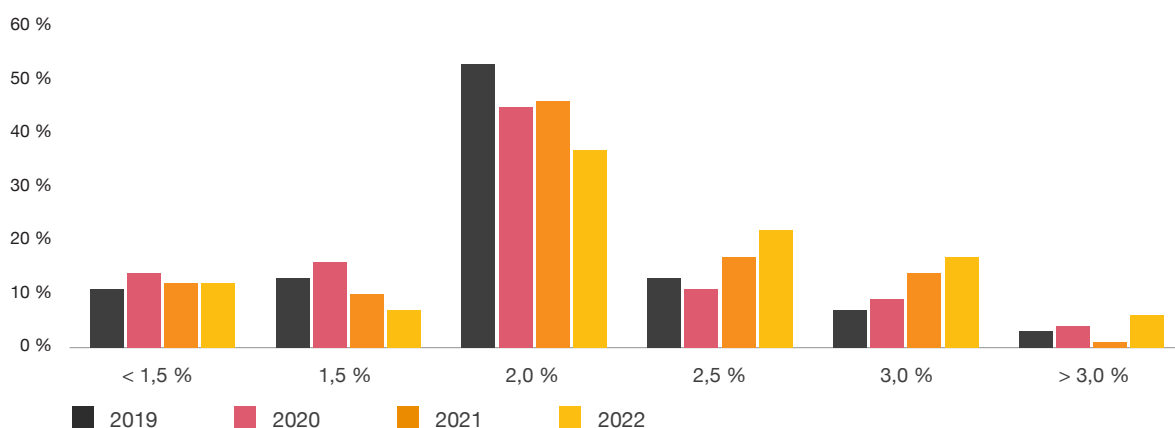
Medianen tilsier at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 37 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate, en lavere andel enn i 2021 (46 %). Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % eller høyere har økt fra i fjor.



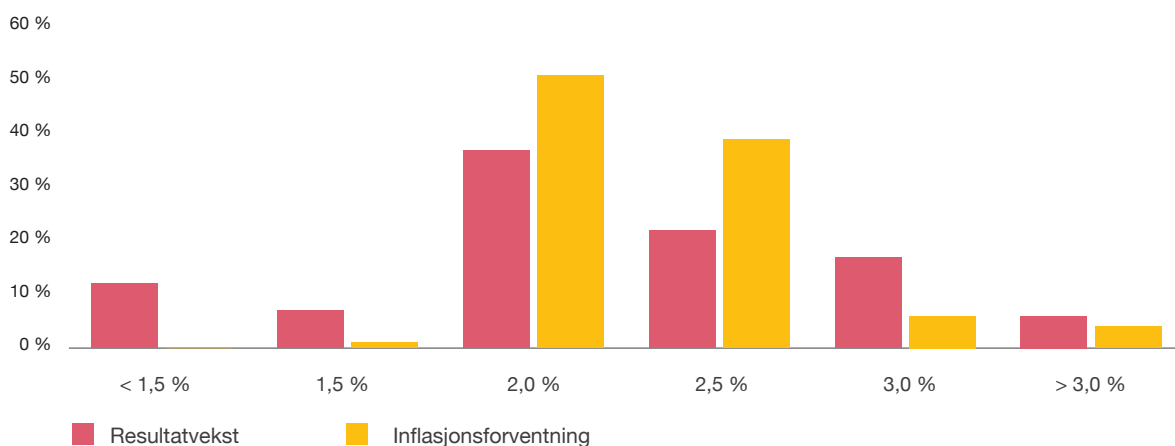
I år, som i fjor, mener respondentene at 2,0 % bør brukes som langsiktig vekstrate i en nåverdimodell

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

4.8.1 Vekstrate i terminalleddet



4.8.2 Vekstrate og inflasjonsforventning 2022



4.9 Kontrollpremie

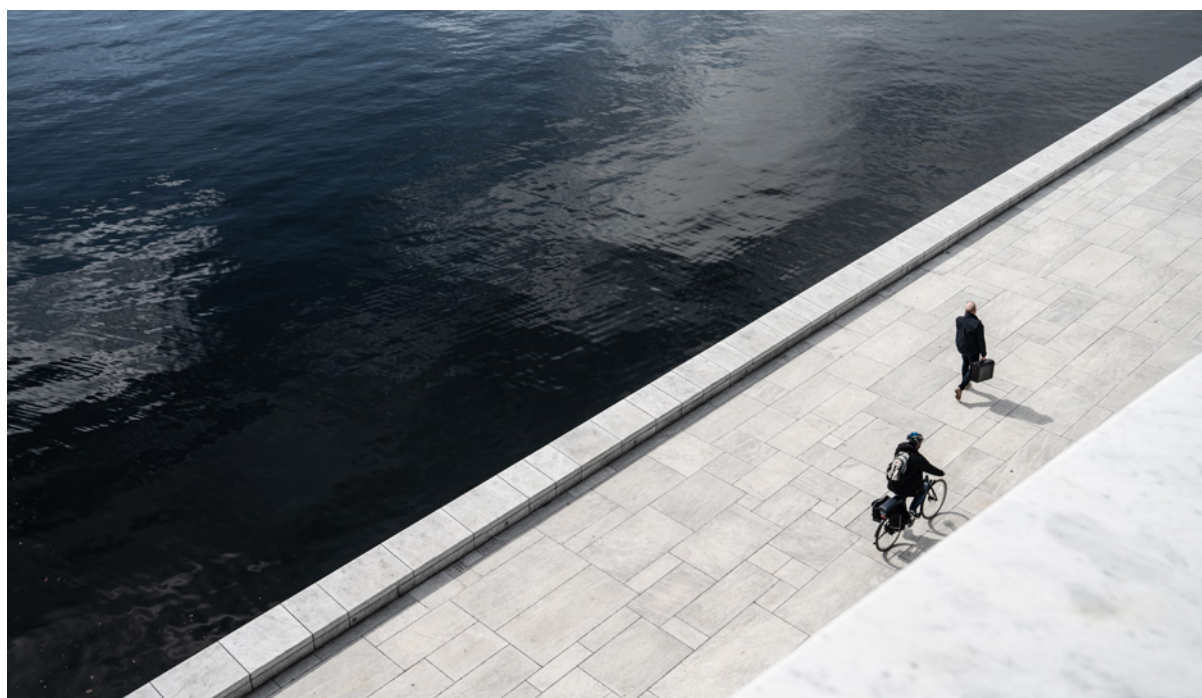
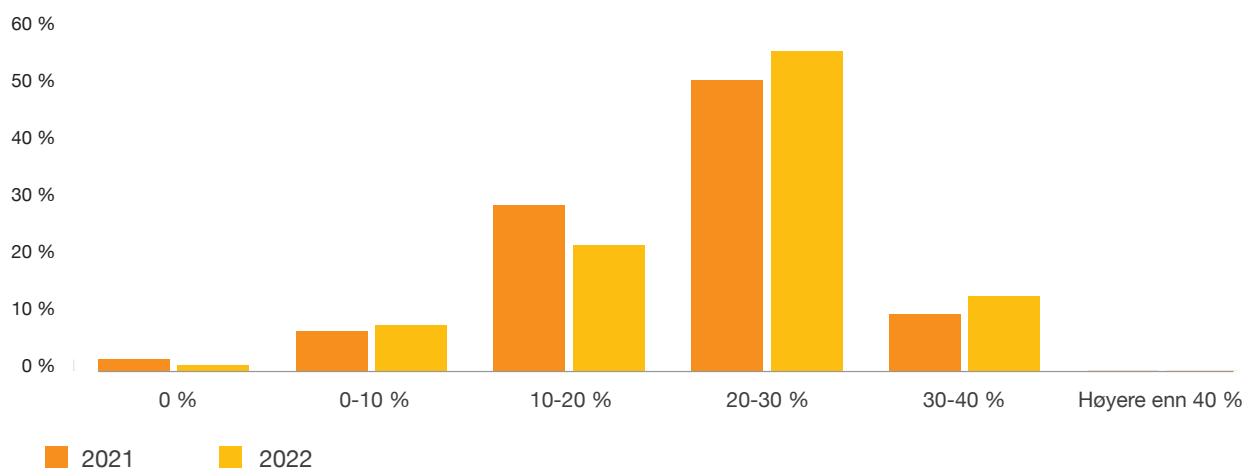
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som kontrollpremie på Oslo Børs. Kontrollpremien er premien på børskurs for å kjøpe majoriteten av aksjene i et selskap for å få en kontrollpost i selskapet, kontra å kjøpe en minoritetspost i samme selskap.



Kontrollpremien er uendret på 20 - 30 %

Undersøkelsen indikerer i år, som foregående år, en median kontrollpremie på Oslo Børs mellom 20 og 30 %. 56 % av respondentene svarer at kontrollpremien bør være i dette intervallet.

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



4.10 Miljø og bærekraft

Majoriteten av respondentene justerer kontantstrømmen og/eller avkastningskravet for selskaper med svake prestasjoner tilknyttet miljø og bærekraft (74 %). Dette er tilsvarende som i 2021.

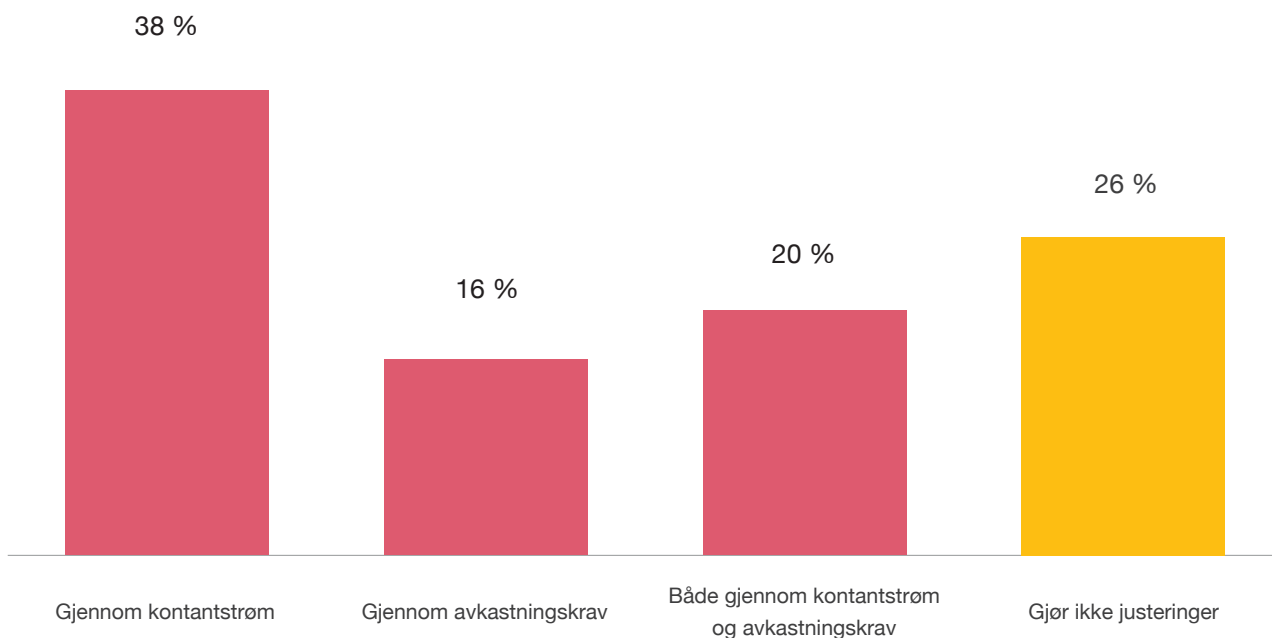


74 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet eller en justering av kontantstrømmen for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft

I likhet med fjorårets undersøkelse fikk respondentene som svarte “ja” på det foregående spørsmålet 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, selskapets egen bærekraftsrapportering og -strategi og interne vurderinger.

4.10.1 Følgende justeringer gjøres for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft



4.11 Risikofaktorer i det norske markedet

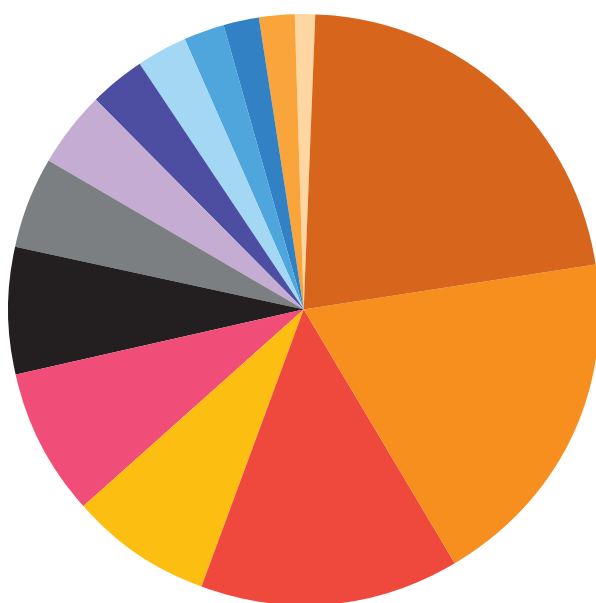
Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 22 % av svarene identifiserer energipriser, 19 % identifiserer inflasjon og 14 % identifiserer boligprisfall. Til sammenligning var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse inflasjon (21 %), oljeprisfall (20 %) og renteendringer (18 %).

Renteendring og energiforsyning oppnår begge 8 % av respondentenes stemmer. Ellers nevner respondentene gjeldssituasjonen i Europa (7 %), sabotasje (5 %) og krig (4 %) som relevante risikofaktorer det kommende året.



Respondentene mener de tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er energipriser, inflasjon og boligprisfall.

4.11.1 Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet



22 %	Energipriser	4 %	Krig
19 %	Inflasjon	3 %	Høye pris/bok-multiplier
14 %	Boligprisfall	3 %	Annet
8 %	Energiforsyning	2 %	Klimautfordringer
8 %	Renteendring	2 %	Digital disruptjon
7 %	Gjeldssituasjon i Europa	2 %	Uro i fremvoksende økonomier
5 %	Sabotasje	1 %	Handelskrig

4.12 IFRS 16

IFRS 16 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.



43 % svarer at de ikke har tatt stilling til hvordan IFRS 16 skal håndteres i verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm og multipler

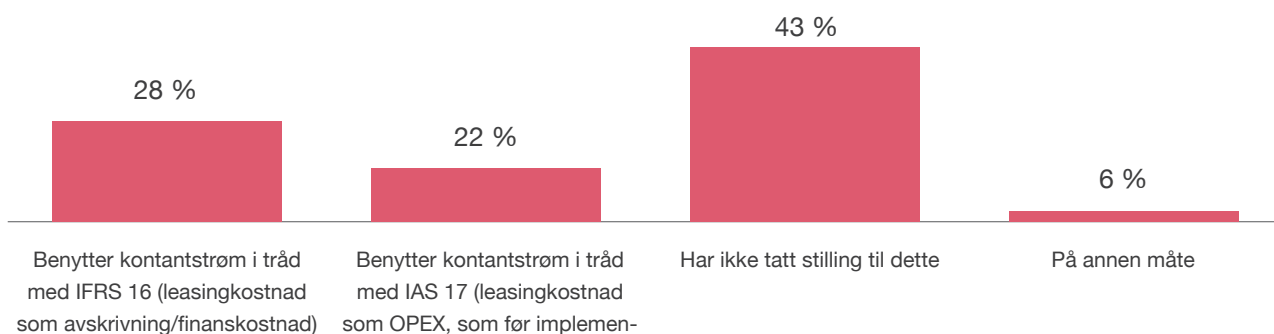
Etter innføringen av IFRS 16 skal leasingkostnad behandles som avskrivning og finanskostnad, i motsetning til tidligere standard (IAS 17) hvor leasingkostnad føres som operasjonell kostnad. Dette endrer kontantstrøm og avkastningskrav, mens egenkapitalverdien til selskapet bør forbli uendret. Dette virker fornuftig i teorien, men det skaper en rekke utfordringer knyttet til verdsettelse i praksis.

Respondenten ble også spurt om hvordan de håndterer IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler. Her svarte 43 % at de ikke har tatt stilling til dette, 11 % svarte at de ikke gjør noen justering, mens 24 % svarte at de justerer historiske multipler i tråd med IFRS 16 slik at de blir sammenlignbare med dagens multipler. 17 % svarer at de gjør motsatt ved å justere fremtidige multipler tilbake i tråd med IAS 17.

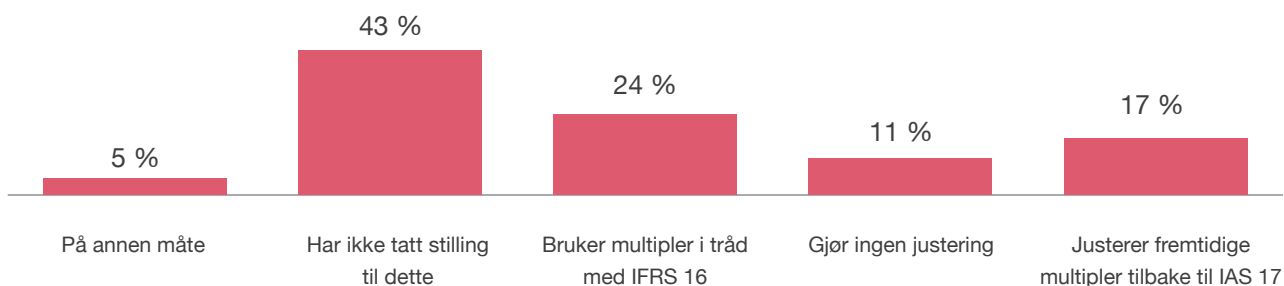
Basert på respondentenes svar er det foreløpig kun 28 % som har begynt å bruke kontantstrømmer i tråd med IFRS 16 i verdsettelse. 43 % av respondentene har ikke tatt stilling til dette, og 22 % bruker fremdeles kontantstrøm i henhold til gammel standard i verdsettelse. 6 % hensyntar dette på annen måte.

Fordi flere finansielle nøkkeltall endres etter innføring av ny leasingstandard vil det være vanskelig å sammenligne IFRS 16-baserte tall/multipler med IAS 17-baserte tall/multipler. Undersøkelsen viser likevel at en stor andel av respondentene ikke har tatt stilling til dette.

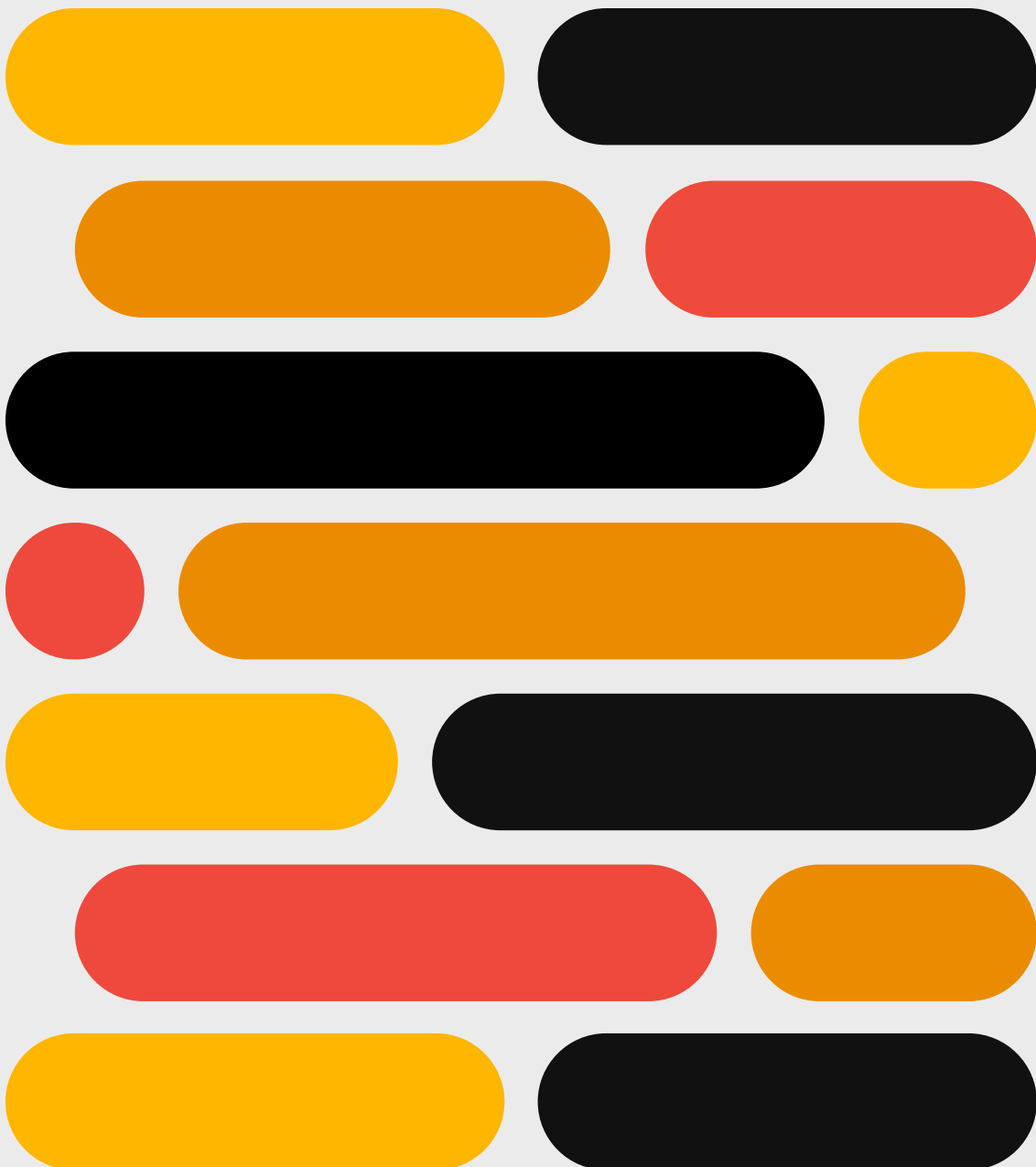
4.12.1 Håndtering av IFRS 16 i en verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm



4.12.2 Håndtering av IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler



Appendiks



APPENDIKS

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 tilnærminger)

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 2022.

Det finnes to tilnærminger som vanligvis anvendes ved undersøkelser for nivået på risikopremien i 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 kontantstrøimestimater 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.



APPENDIKS

Implisitt markedsrisikopremie på Oslo Børs

Ved å ta utgangspunkt i de 40 største selskapene (målt i markedsverdi) på Oslo Børs, kan vi, ved hjelp av utbytte-estimer for selskap som dekkes av minst tre analytikere, beregne den forventede direkteavkastningen frem i tid.

Metoden benytter Gordons vekstformel, som beskrives nærmere i avsnittet "Langsiktig vekstrate i terminalleddet i Gordons vekstformel".

Det impliserte avkastningskravet finnes ved å beregne hvilken rente fremtidig dividendeutbetalinger må diskonteres med for å forsvare dagens kurs.

$$P = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} + \frac{(Div_n * 1,033)}{(r - 0,033)(1+r)^n}$$

For å finne avkastningskravet for markedet, vektet de ulike selskapenes impliserte avkastningskrav tilsvarende deres relative størrelse (markedsverdi delt på total markedsverdi). Til slutt trekkes den risikofrie renten fra, i dette tilfellet 10-årig norske statsobligasjoner. Dersom et selskap mangler tilstrekkelig antall analytikerestimat for perioden, antas det at dividenden vil vokse med ulike prosentsatser for de kommende fem årene, de påfølgende fire årene og til slutt en terminalvekst. For 2022 er disse som følger:

2023-2027: 9,7 %

Beregnet basert på historisk median dividendevekst ti år tilbake i tid for de utvalgte selskapene.*

2028-2031: 6,5 %

Estimat på årlig vekst: midtpunktet mellom langsiktig vekstrate og historisk medianvekst for de siste ti årene.

Langsiktig: 3,3 %

Antatt langsiktig vekst

* For 2017, 2018 og 2019 er de historiske dividendene i årene før 2010 ekskludert

A.1 Implisitt risikopremie på Oslo Børs per 22.11.2022

Selskap	Vekt	Implisitt avkastningskrav
Equinor ASA	36,1%	6,9 %
DNB Bank ASA	9,3%	11,1 %
Aker BP ASA	6,8%	11,2 %
Norsk Hydro ASA	4,8%	14,1 %
Telenor ASA	4,4%	13,4 %
Yara International ASA	3,8%	13,1 %
Gjensidige Forsikring ASA	3,1%	9,5 %
Adevinta ASA	2,9%	4,0 %
Vår Energi AS	2,8%	16,5 %
Mowi ASA	2,5%	12,4 %
Kongsberg Gruppen ASA	2,2%	8,0 %
Orkla ASA	2,2%	9,3 %
Tomra Systems ASA	1,7%	5,2 %
SalMar ASA	1,5%	10,0 %
Storebrand ASA	1,3%	9,6 %
Schibsted ASA	1,3%	5,0 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	1,2%	12,8 %
Nordic Semiconductor ASA	1,1%	3,8 %
Frontline Ltd.	1,0%	17,8 %
Subsea 7 S.A.	1,0%	5,7 %
SpareBank 1 SR-Bank ASA	0,9%	10,5 %
P/F Bakkafrøst	0,9%	7,2 %
Lerøy Seafood Group ASA	0,9%	10,1 %
Elkem ASA	0,7%	12,3 %
Nel ASA	0,7%	3,3 %
Entra ASA	0,6%	7,2 %
FLEX LNG	0,6%	15,2 %
Aker Solutions ASA	0,6%	6,0 %
TGS ASA	0,5%	9,0 %
Austevoll Seafood ASA	0,5%	10,9 %
Borregaard ASA	0,5%	6,8 %
AF Gruppen ASA	0,5%	13,1 %
SpareBank 1 SMN	0,5%	11,5 %
Stolt-Nielsen Limited	0,4%	9,4 %
Vektet avkastningskrav	100 %	9,3 %
Risikofri rente (10Y GB NO)		3,3 %
Risikopremie		6,0 %

A.2 Risikopremie på Oslo Børs for ulik forventet utbyttevekst i 2028-2031

Selskap	Forventet utbyttevekst 2028-2031			
	4,5 %	5,5 %	6,5 %	7,5 %
Equinor ASA	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%
DNB Bank ASA	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%
Aker BP ASA	10,9%	11,1%	11,2%	11,4%
Norsk Hydro ASA	13,6%	13,8%	14,1%	14,3%
Telenor ASA	13,0%	13,3%	13,4%	13,7%
Yara International ASA	12,7%	12,9%	13,1%	13,3%
Gjensidige Forsikring ASA	9,2%	9,3%	9,5%	9,7%
Adevinta ASA	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%
Vår Energi AS	16,0%	16,3%	16,5%	16,7%
Mowi ASA	12,1%	12,3%	12,4%	12,6%
Kongsberg Gruppen ASA	7,8%	7,9%	8,0%	8,2%
Orkla ASA	9,0%	9,1%	9,3%	9,4%
Tomra Systems ASA	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%
SalMar ASA	9,7%	9,8%	10,0%	10,2%
Storebrand ASA	9,2%	9,4%	9,6%	9,7%
Schibsted ASA	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%
Wallenius Wilhelmsen ASA	12,4%	12,6%	12,8%	13,0%
Nordic Semiconductor ASA	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Frontline Ltd.	17,4%	17,6%	17,8%	18,1%
Subsea 7 S.A.	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%
SpareBank 1 SR-Bank ASA	10,2%	10,3%	10,5%	10,7%
P/F Bakkafrøst	7,0%	7,1%	7,2%	7,4%
Lerøy Seafood Group ASA	9,8%	9,9%	10,1%	10,3%
Elkem ASA	11,9%	12,1%	12,3%	12,5%
Nel ASA	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Entra ASA	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
FLEX LNG	14,8%	15,0%	15,2%	15,4%
Aker Solutions ASA	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%
TGS ASA	8,7%	8,9%	9,0%	9,2%
Austevoll Seafood ASA	10,6%	10,7%	10,9%	11,1%
Borregaard ASA	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%
AF Gruppen ASA	12,8%	12,9%	13,1%	13,3%
SpareBank 1 SMN	11,2%	11,3%	11,5%	11,7%
Stolt-Nielsen Limited	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%
Vektet avkastningskrav	9,0 %	9,2 %	9,3 %	9,4 %
Risikofri rente (10Y GB NO)	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
Risikopremie	5,7 %	5,9 %	6,0 %	6,2 %

A.3 Risikopremie på Oslo Børs for ulike forventet langsiktig utbyttevekst

Selskap	Forventet langsiktig utbyttevekst				
	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,3 %	3,6 %
Equinor ASA	5,9%	6,3%	6,6%	6,9%	7,1%
DNB Bank ASA	10,4%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%
Aker BP ASA	10,6%	10,8%	11,1%	11,2%	11,4%
Norsk Hydro ASA	13,5%	13,7%	13,9%	14,1%	14,2%
Telenor ASA	12,9%	13,1%	13,3%	13,4%	13,6%
Yara International ASA	12,6%	12,8%	13,0%	13,1%	13,3%
Gjensidige Forsikring ASA	8,7%	9,0%	9,3%	9,5%	9,7%
Adevinta ASA	2,9%	3,3%	3,8%	4,0%	4,4%
Vår Energi AS	16,0%	16,2%	16,4%	16,5%	16,6%
Mowi ASA	11,8%	12,1%	12,3%	12,4%	12,6%
Kongsberg Gruppen ASA	7,2%	7,5%	7,9%	8,0%	8,3%
Orkla ASA	8,5%	8,8%	9,1%	9,3%	9,5%
Tomra Systems ASA	4,1%	4,6%	5,0%	5,2%	5,5%
SalMar ASA	9,3%	9,6%	9,9%	10,0%	10,2%
Storebrand ASA	8,8%	9,1%	9,4%	9,6%	9,8%
Schibsted ASA	3,9%	4,3%	4,7%	5,0%	5,3%
Wallenius Wilhelmsen ASA	12,2%	12,4%	12,7%	12,8%	13,0%
Nordic Semiconductor ASA	2,6%	3,1%	3,5%	3,8%	4,1%
Frontline Ltd.	17,4%	17,6%	17,7%	17,8%	17,9%
Subsea 7 S.A.	4,7%	5,1%	5,5%	5,7%	6,0%
SpareBank 1 SR-Bank ASA	9,8%	10,1%	10,4%	10,5%	10,7%
P/F Bakkafrøst	6,3%	6,7%	7,0%	7,2%	7,5%
Lerøy Seafood Group ASA	9,4%	9,7%	9,9%	10,1%	10,3%
Elkem ASA	11,7%	11,9%	12,2%	12,3%	12,5%
Nel ASA	2,0%	2,5%	3,0%	3,3%	3,6%
Entra ASA	6,3%	6,7%	7,0%	7,2%	7,5%
FLEX LNG	14,7%	14,9%	15,1%	15,2%	15,3%
Aker Solutions ASA	5,0%	5,4%	5,8%	6,0%	6,3%
TGS ASA	8,2%	8,5%	8,9%	9,0%	9,2%
Austevoll Seafood ASA	10,2%	10,5%	10,8%	10,9%	11,1%
Borregaard ASA	5,9%	6,3%	6,6%	6,8%	7,1%
AF Gruppen ASA	12,6%	12,8%	13,0%	13,1%	13,3%
SpareBank 1 SMN	10,9%	11,1%	11,4%	11,5%	11,7%
Stolt-Nielsen Limited	8,6%	8,9%	9,2%	9,4%	9,6%
Vektet avkastningskrav	8,5%	8,8%	9,1%	9,3%	9,5%
Risikofri rente (10Y GB NO)	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
Risikopremie	5,0 %	5,5 %	5,9 %	6,0 %	6,2 %



Om FFN

Forening for finansfag Norge, tidligere Norske Finansanalytikeres Forening, ble stiftet i 1968 og har ca. 1000 medlemmer.

Av aktiviteter kan nevnes:

- AFA-studiet
- 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 vel-fungerende 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

Kontaktpersoner



Mette Lindbæk

+ 47 470 10 660

mette.lindbaek@finansfag.no

 Forening
for finansfag

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 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
- 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

Kontaktpersoner



Henrik Gran

Partner

+47 952 60 046

henrik.gran@pwc.com



Carmen Larissa Cornejo

Senior Manager

+47 454 53 223

carmen.cornejo@pwc.com



Ingvild Ahdell Wankel

Associate

+47 992 60 022

ingvild.wankel@pwc.com



Aksel Devold

Associate

+47 476 77 195

aksel.devold@pwc.com



Alexander Dahl Høgheim

Associate

+47 900 51 450

alexander.hogheim@pwc.com





© 2022 PwC. Med enerett. I denne sammenheng refererer «PwC» seg til PricewaterhouseCoopers AS, Advokatfirmaet PricewaterhouseCoopers AS, PricewaterhouseCoopers Accounting AS og PricewaterhouseCoopers Tax Services AS som alle er separate juridiske enheter og uavhengige medlemsfirmaer i PricewaterhouseCoopers International Limited.

[pwc.no](https://www.pwc.no)