

Risikopremien

I DET NORSKE MARKEDET — 2023



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	9
4.3 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie	10
4.4 Småbedriftspremie	11
4.5 Langsiktig inflasjonsforventning	13
4.6 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell	14
4.7 Kontrollpremie	15
4.8 Miljø og bærekraft	16
4.9 Risikofaktorer i det norske markedet	17
4.10 IFRS 16	18
Appendiks	19
Definisjoner og tilnærming	20
Om FFN	23
Om PwC Deals	24

1. Introduksjon

For trettende 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 146 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, 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, 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:

Hvilke forventninger har respondentene til styringsrenten fremover?



Undersøkelsen baseres på svar fra 146 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 2022, fra 4,9 % til 5,0 %.

- 10-årig statsobligasjon er som tidligere det vanligste å benytte som risikofri rente i det norske markedet. Andelen som benytter denne har økt fjorårets nivå på 50 %, til 54 % i årets undersøkelse.

- 18 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 62 % av disse bruker en normalisert langsiktig risikofri rente mellom 3,0 % og 4,0 %, hvor 4,0 % er mest brukt (35 %). I 2022 brukte de fleste (70 %) mellom 3,0 % og 4,0 %, med 3,5 % som mest brukt (30 %).

- 31 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 42 % at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.

- 80 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie), ned fra 86 % i fjor.

- Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret fra i fjor, hvor majoriteten mener at kontrollpremien bør være mellom 20 - 30 %.

- Median av respondentene mener at man bør benytte 2,5 % som langsiktig inflasjonsforventning, opp fra 2,0 % i fjor. Median av vekstraten i terminalleddet er uendret fra i fjor på 2,0 %.

- 67 % av respondentene mener det bør være 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:

- Inflasjon (16 %)
- Energipriser (15 %)
- Krig (14 %)

- Nesten halvparten av respondentene har ikke tatt stilling til hvordan innføringen av leasingstandard (IFRS16) skal håndteres i en diskontert kontantstrøm eller i en multippelanalyse sammenlignet med gammel standard (IAS17).

- 51 % forventer en rentetopp i desember 2023.

5%

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

54%

54 % av respondentene benytter 10-årig statsobligasjon som risikofri rente.

80%

80 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Tema	2023		2022	
	Hovedfunn	Svar %	Hovedfunn	Svar %
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt 5,0 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,9 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	54 % 18 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	50 % 26 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	31 % 69 %	Ja Nei	41 % 59 %
Småbedriftspremie	Benyttes	80 %	Benyttes	86 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median: 0,0 %		Median: 0 %	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median: 1,0 %		Median: 1,0 %	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median: 1,5 %		Median: 2,0 %	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median: 2,0 %		Median: 2,0 %	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median: 2,5 %		Median: 3,3 %	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median: 3,0 %		Median: 5,0 %	
Inflasjon	Median: 2,5 %		Median: 2,0 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,2 %		Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,2 %	
Kontrollpremie	Median: 20 % - 30 %		Median: 20 % - 30 %	
Hensyntar svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja, i avkastningskrav og/ eller kontantstrøm Nei	67 % 33 %	Ja, i avkastningskrav og/eller kontantstrøm Nei	74 % 26 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	Inflasjon Energipriser Krig	16 % 15 % 14 %	Energipriser Inflasjon Boligprisfall og høy gjeld i norske husholdninger	22 % 19 % 14 %
IFRS 16 og diskontert kontantstrøm	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	27 % 27 % 44 % 2 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	28 % 22 % 43 % 6 %
IFRS 16 og multippelanalyse	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justering: Håndterer endringer på annen måte:	23 % 13 % 44 % 14 % 5 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justering: Håndterer endringer på annen måte:	24 % 17 % 43 % 11 % 5 %

3. Utvalg

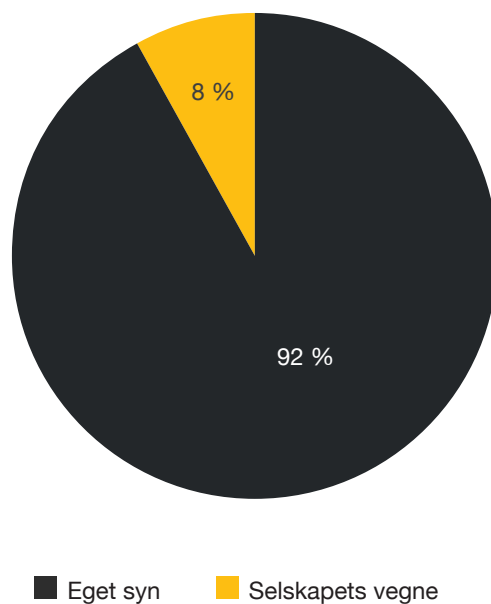
Utvalget for undersøkelsen er Forening for finansfag (FFNs) medlemmer. FFN er et nettverk av analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Nettverkets medlemmer har gode forutsetninger for å besvare undersøkelsen. Dette er aktører som i stor grad utarbeider analyser, verdivurderinger 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 899 e-postadresser. I perioden 31. oktober til 15. november 2023 mottok vi 146 fullstendige svar. Dette tilsvarer en svarandel på 16 %. Undersøkelsen er også gjennomført i månedsskiftet oktober/november tidligere år.

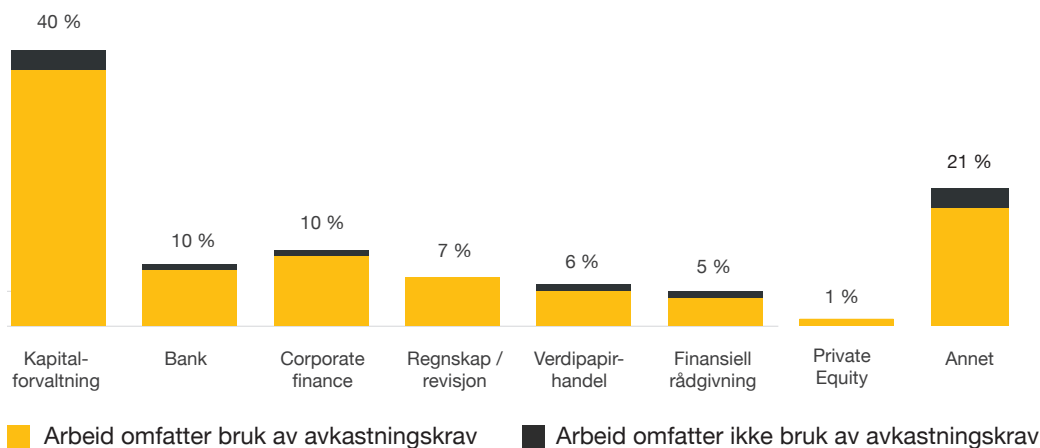
Respondentene ble spurt om hvilket område de arbeider innenfor, og hvorvidt arbeidets omfang inkluderer bruk av avkastningskrav. Resultatene viser at høyest andel av respondentene arbeider innenfor kapitalforvaltning, se figur 3.2 for full oversikt over respondentenes arbeidsområder.

90 % av respondentene oppgir at de arbeider med investeringer, verdivurderinger eller andre oppgaver som innbefatter bruk av avkastningskrav. 92 % av respondentene har svart på vegne av seg selv, mens 8 % har svart på selskapets vegne.

3.1 Respondentkarakteristikk



3.2 Andel respondenter per arbeidsområde



4. Resultater fra undersøkelsen



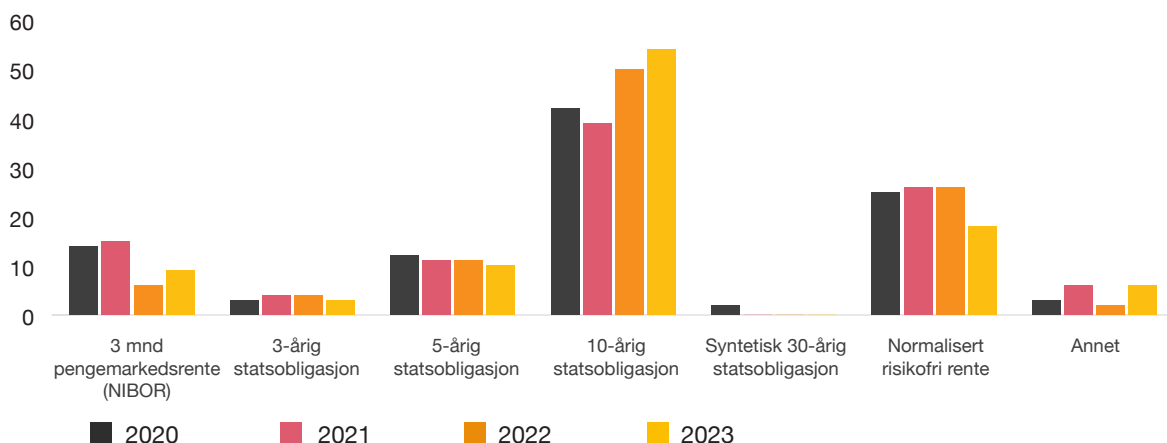
10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet.

4.1. Risikofri rente i avkastningskravet

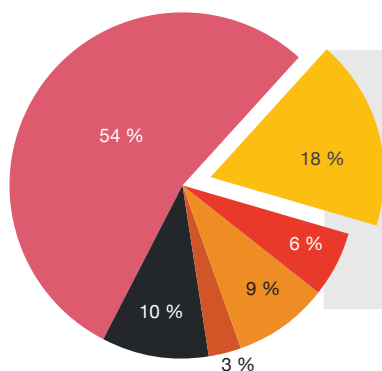
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 54 % i årets undersøkelse, sammenlignet med 50 % i fjorårets undersøkelse.

18 % av respondentene svarer at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, sammenlignet med 26 % i fjorårets undersøkelse. Størst andel (35 %) bruker 4,0 % som normalisert risikofri rente, 4,0 % er også medianen. Til sammenligning er renten på en 10-årig norsk statsobligasjon per 1. november 2023 på 3,9 %. 73 % av respondentene svarer at de bruker 4,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente.

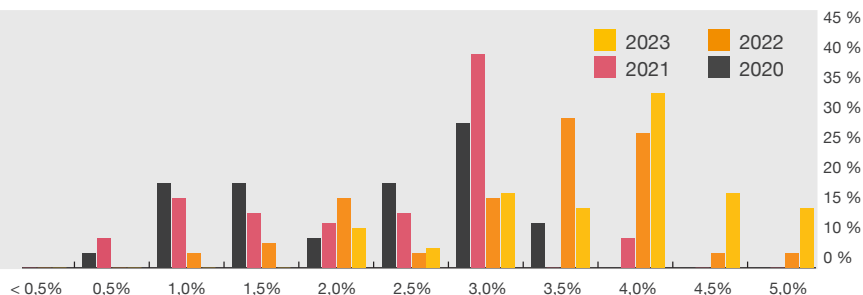
4.1.1 Risikofri rente



4.1.2 Valg av risikofri rente



4.1.3 Spredning innenfor «Normalisert risikofri rente»



3 mnd pengemarkedsrente
5-årig statsobligasjon

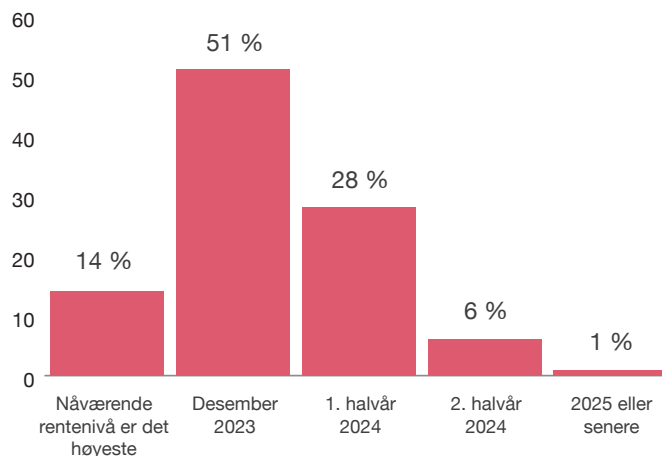
3-årig statsobligasjon
10-årig statsobligasjon

Normalisert risikofri rente
Annet

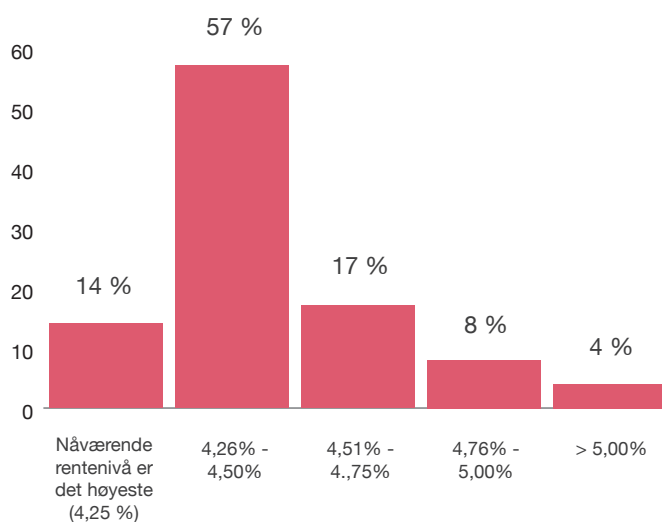
Nytt for årets undersøkelse er to spørsmål om sentralbankens kommende rentebeslutninger. Det første spørsmålet går på når Norges Bank er forventet å øke styringsrenten for siste gang, før den eventuelt settes ned. Det andre spørsmålet går på hvilket nivå styringsrenten forventes å ligge på, innen den eventuelt settes ned.

Majoriteten av respondentene forventer at styringsrenten kommer til å øke for siste gang i desember 2023 (51 %). Et flertall av respondentene (57%) forventer at styringsrenten vil nå et nivå i intervallet mellom 4,26 % og 4,50 %. 29 % av respondentene forventer at styringsrenten vil nå et nivå over 4,50 %.

4.1.4 Tidspunkt for siste renteheving



4.1.5 Rentetopp



4.2 Markedsrisikopremie

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 2015 til 2023. 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 2023, ser vi at aktører innen bank, verdipapirhandel og finansiell rådgivning benytter en noe lavere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene. Figur 4.2.2 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

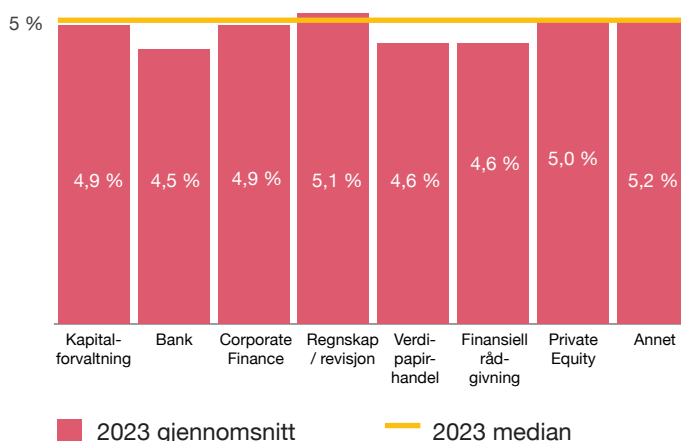


Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og ligger på 5,0 %

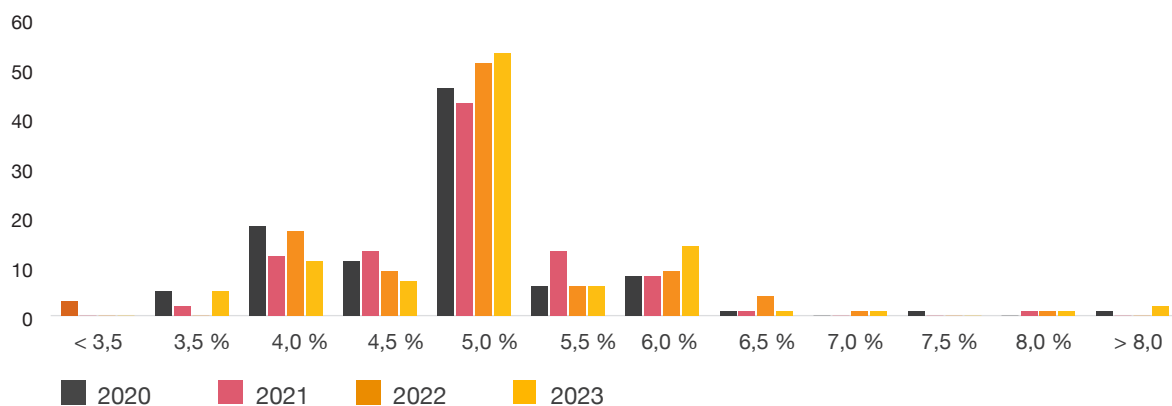
4.2.1 Markedsrisikopremie 2015-2023

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Gjennomsnitt	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%
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%	5,0%
Kvartil 3	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

4.2.2 Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2023



4.2.3 Markedsrisikopremie



4.3 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

Respondentene er delte i oppfatningen av hvorvidt risikopremien bør endres ved endring i risikofri rente. 31 % mener at en endring i risikofri rente også endrer deres vurdering av risikopremien, se figur 4.3.1. Denne andelen har vært mellom 40 % og 50 % i tidligere års undersøkelser.

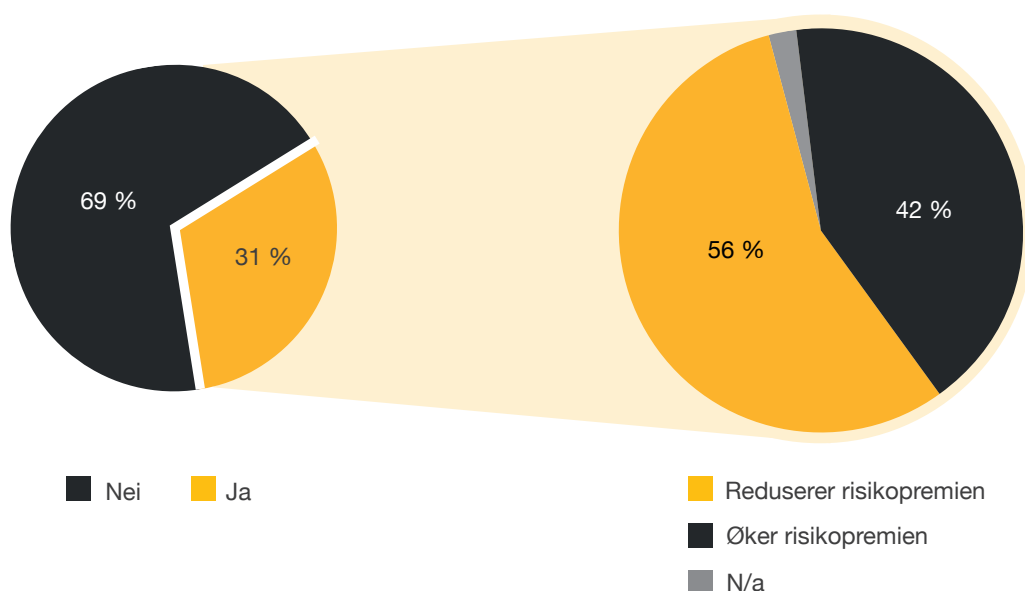
Respondentene som mener at endring i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, har ulik oppfatning av hvordan dette påvirker markedsrisikopremien. Til forskjell fra tidligere undersøkelser svarer minoriteten (42 %) at en økning i risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 56 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisikopremien.



31 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres



4.3.1 Økning i risikofri rente og påvirkning på risikopremie



4.4 Småbedriftspremie

Undersøkelsen viser at 80 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.4.1.



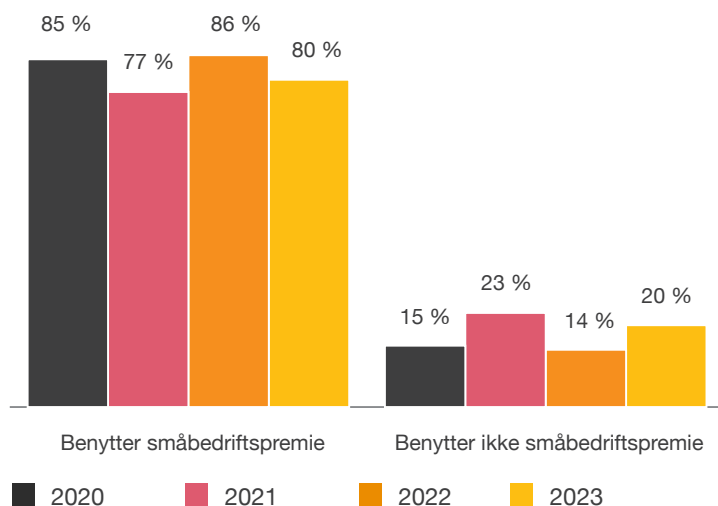
80 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

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 4.4.2 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondenter som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

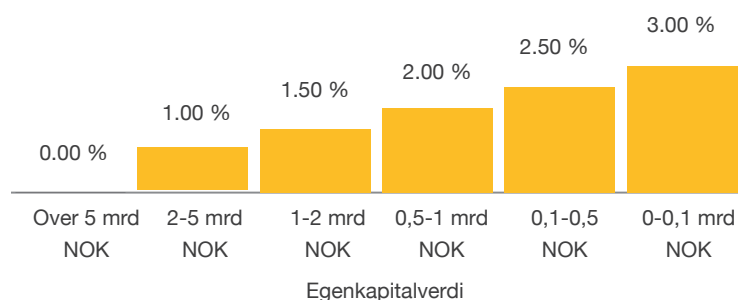
Størrelsen på småbedriftspremien øker jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 4.4.3 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2021 - 2023, gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

Det er større variasjon mellom hva respondentene mener er gjeldende småbedriftspremie for selskaper med lavere markedsverdi sammenlignet med høyere markedsverdi. Figur 4.4.4 - 4.4.5 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

4.4.1 Småbedriftspremie



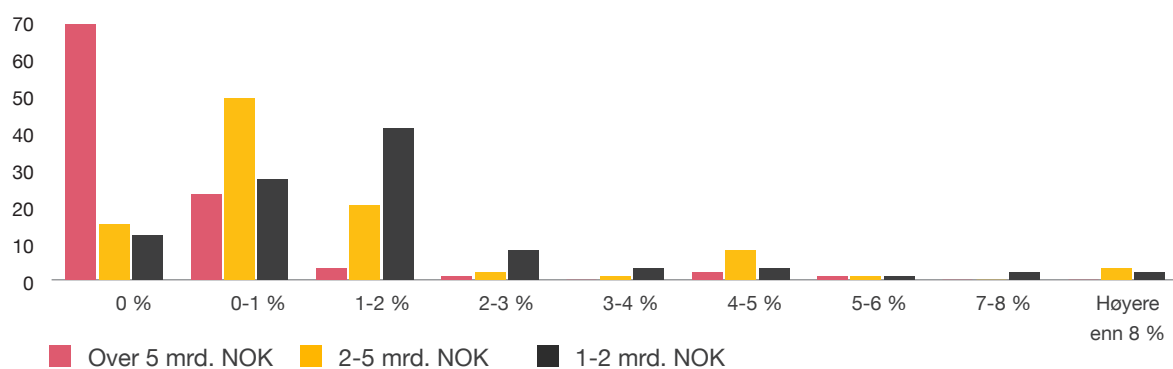
4.4.2 Småbedriftspremie - Median



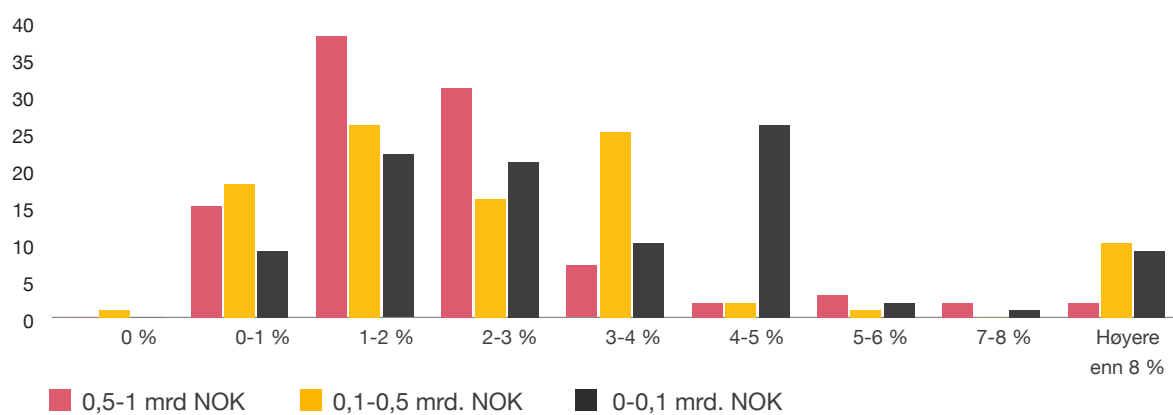
4.4.3 Småbedriftspremie 2021-2023

Småbedriftspremie	2021		2022		2023	
	Gj.snitt	Median	Gj.snitt	Median	Gj.snitt	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,9 %	0,0 %	0,9 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,7 %	1,0 %	1,3 %	1,0 %	1,7 %	1,0 %
Egenkap. 1-2 mrd NOK	2,6 %	2,0 %	2,5 %	2,0 %	1,9 %	1,5 %
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	4,0 %	3,0 %	3,2 %	2,0 %	2,7 %	2,0 %
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	5,5 %	4,0 %	4,2 %	3,3 %	3,0 %	2,5 %
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	7,1 %	5,0 %	5,3 %	5,0 %	3,9 %	3,0 %

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



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



4.5 Langsiktig inflasjonsforventning

Forventet langsiktig inflasjon basert på median er 2,5 %, tilsvarende 0,5 % høyere enn Norges Banks inflasjonsmål. Dette reflekterer også en økning fra fjorårets undersøkelse (2,0 %).

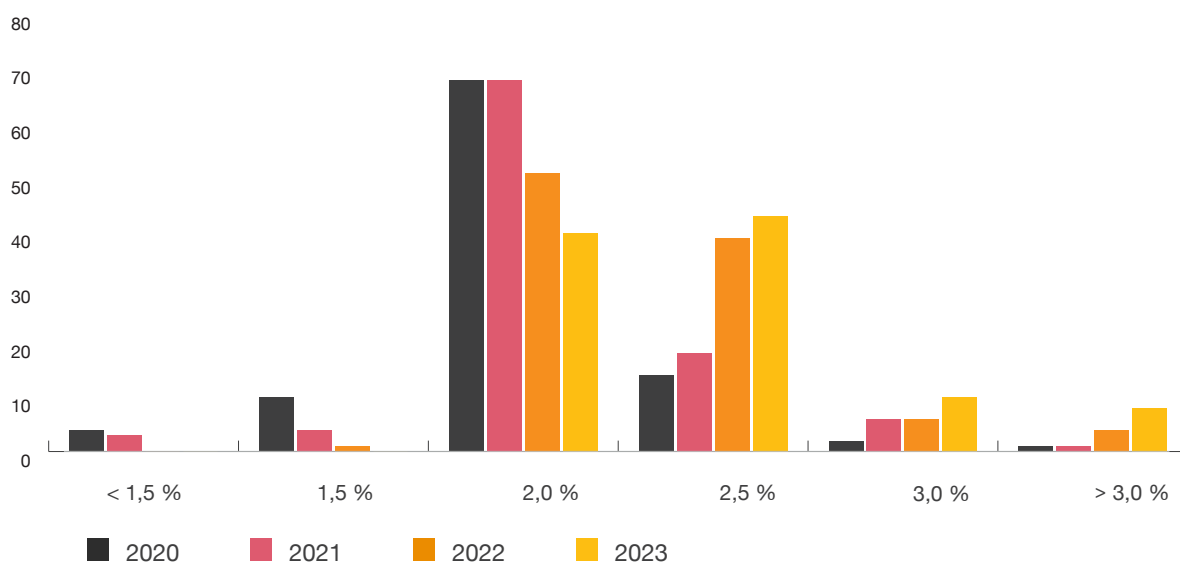
Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være 2,0 % er lavere enn i fjor (51 % i 2022 til 40 % i 2023).



43 % mener at 2,5 % bør benyttes som langsiktig inflasjonsforventning

60 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,5 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 49 % i 2022. 0 % av respondentene mener at 1,5 % eller lavere bør benyttes som inflasjonsforventning.

4.5.1 Langsiktig inflasjonsforventning



4.6 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

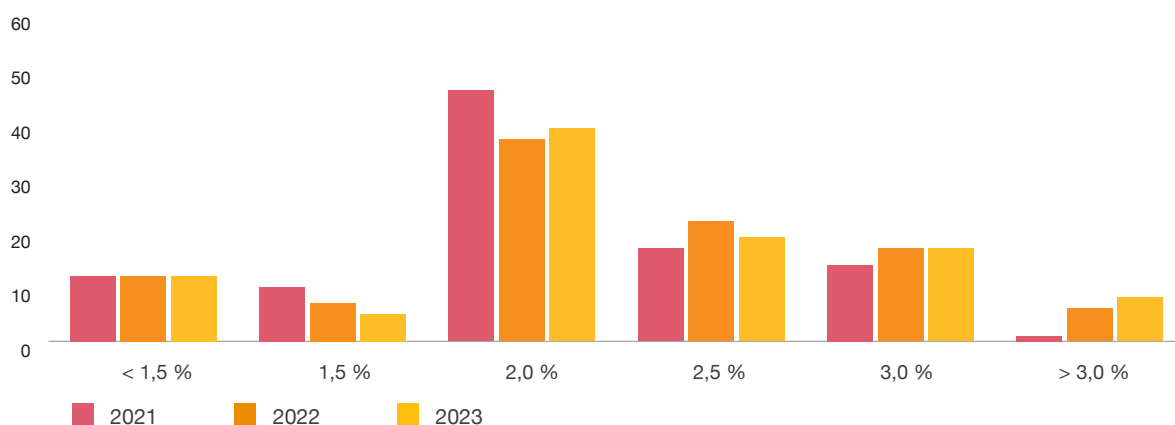
Medianen tilsier at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 39 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % eller høyere er uendret fra i fjor.



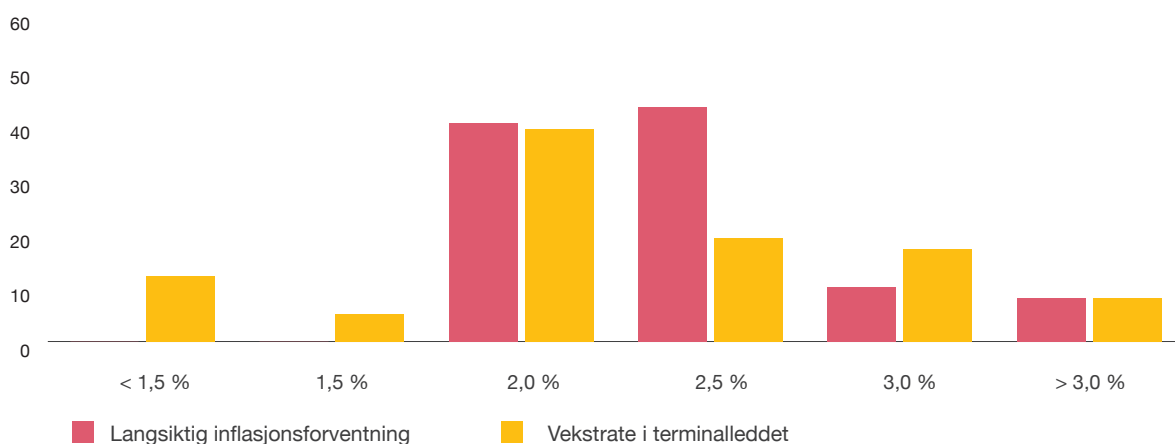
I år, som i fjor, mener respondentene at 2,0 % bør brukes som langsiktig vekstrate i en nåverdimodell

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

4.6.1 Vekstrate i terminalleddet



4.6.2 Vekstrate og inflasjonsforventning 2023



4.7 Kontrollpremie

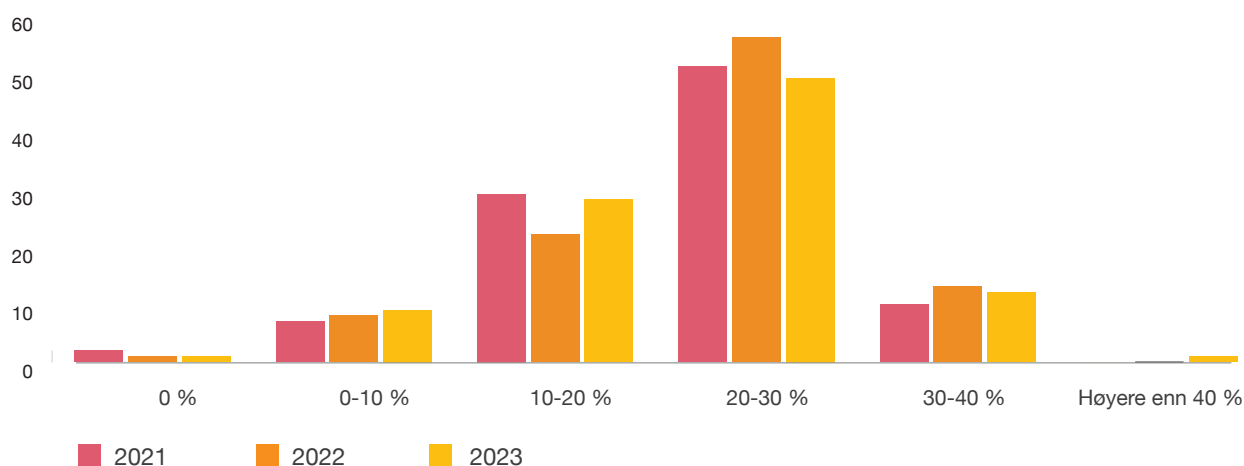
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som kontrollpremie på Oslo Børs. Kontrollpremien er premien på børskurs for å kjøpe majoriteten av aksjene i et selskap for å få en kontrollpost i selskapet, kontra å kjøpe en minoritetspost i samme selskap.



Kontrollpremien er uendret på 20 - 30 %

Undersøkelsen indikerer i år, som foregående år, en median kontrollpremie på Oslo Børs mellom 20 og 30 %. 49 % av respondentene svarer at kontrollpremien bør være i dette intervallet.

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



4.8 Miljø og bærekraft

Majoriteten av respondentene justerer kontantstrømmen og/eller avkastningskravet for selskaper med svake prestasjoner tilknyttet miljø og bærekraft (67 %). Dette er noe lavere enn resultatene for 2021 og 2022.

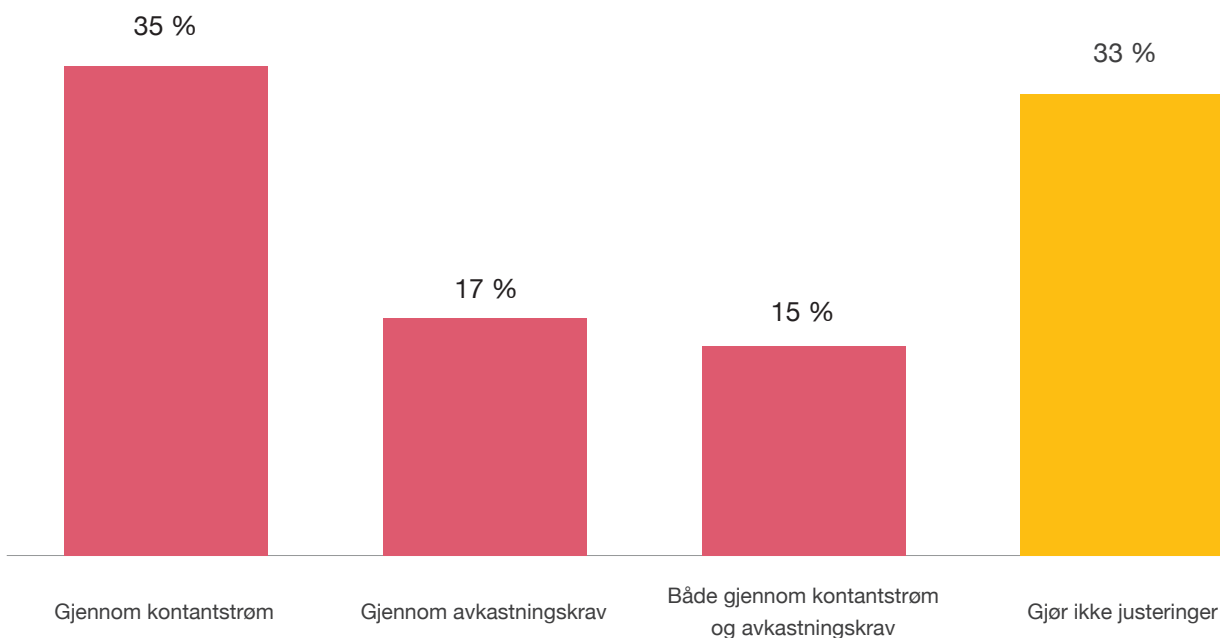
I likhet med fjorårets undersøkelse fikk respondentene som svarte “ja” på det foregående spørsmålet følgende spørsmål: «Hva benytter du som grunnlag for å vurdere om selskapet har svak performance knyttet til miljø og bærekraft?».

Svarene på spørsmålet var varierte. Flere svarer at de benytter ESG-score fra eksterne kilder, selskapets egen bærekraftsrapportering og -strategi og interne vurderinger.



67 % 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

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



4.9 Risikofaktorer i det norske markedet

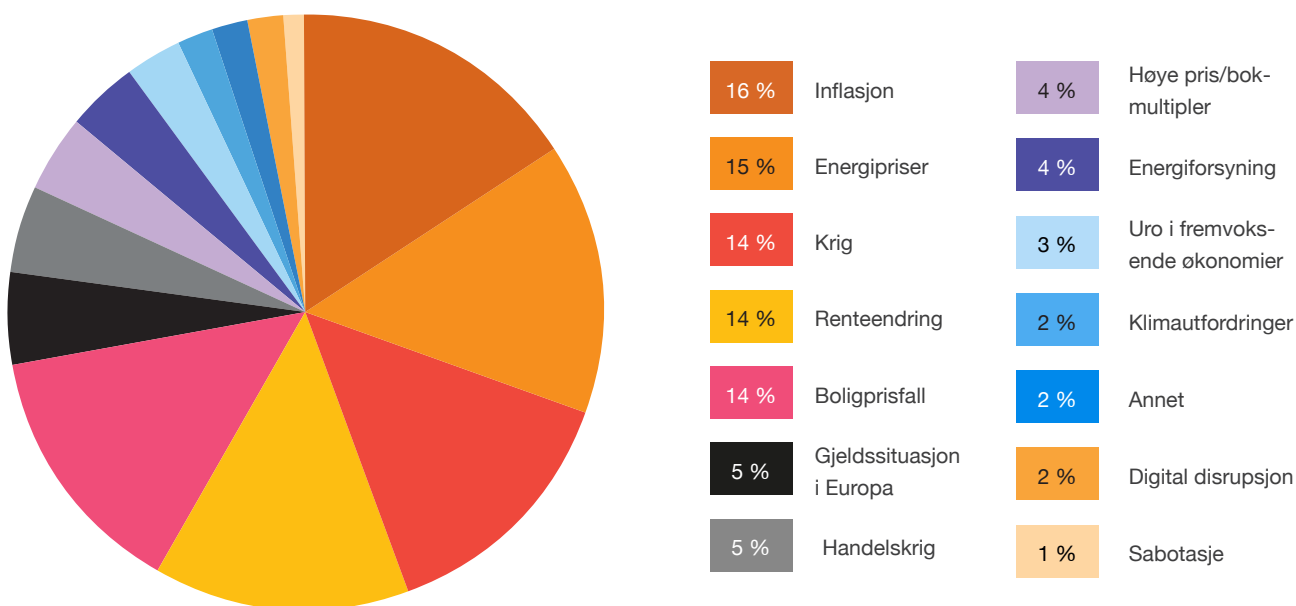
Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 16 % identifiserer inflasjon, 15 % identifiserer energipriser og 14 % identifiserer krig. Til sammenligning var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse energipriser (22 %), inflasjon (19 %) og boligprisfall (14 %).

Renteendring (14 %) og Boligprisfall og høy gjeld i norske husholdninger (14 %) er også nevnt blant topp 5 viktigste risikofaktorer i årets undersøkelse.



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

4.9.1 Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet



4.10 IFRS 16

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.



44 % svarer at de ikke har tatt stilling til hvordan IFRS 16 skal håndteres i verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm og multipler

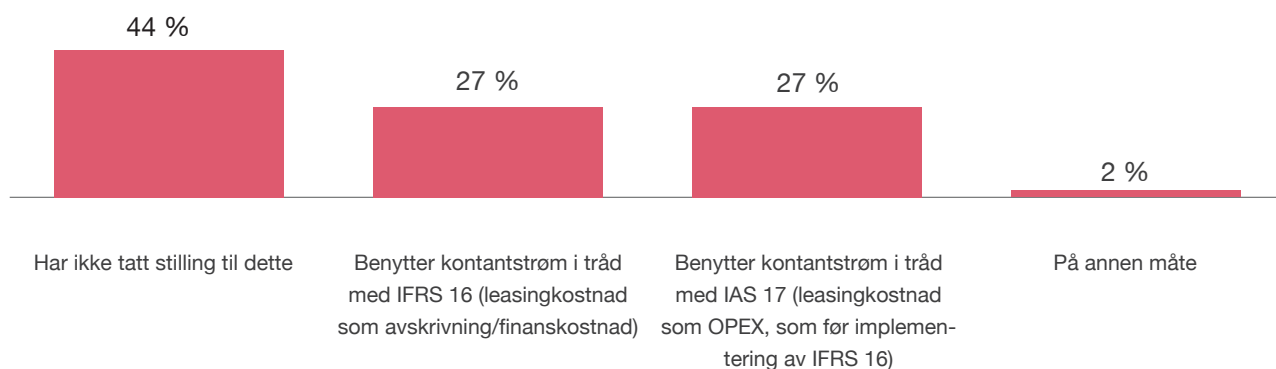
Etter innføringen av IFRS 16 skal leasingkostnad behandles som avskrivning og finanskostnad, i motsetning til tidligere standard (IAS17) hvor leasingkostnad føres som operasjonell kostnad. Dette endrer kontantstrøm og avkastningskrav, mens egenkapitalverdien til selskapet bør forbli uendret. Dette virker 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. 44 % av respondentene har ikke tatt stilling til dette, og 27 % bruker fremdeles kontantstrøm i henhold til gammel standard i verdsettelse. 2 % hensyntar dette på annen måte.

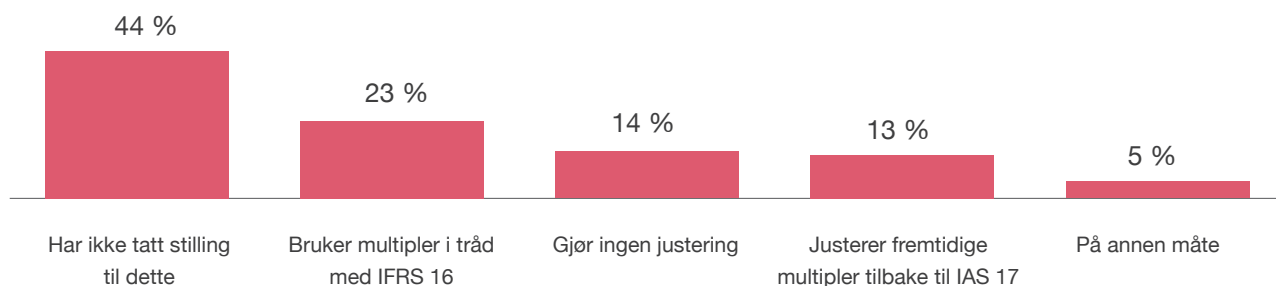
Respondenten ble også spurt om hvordan de håndterer IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler. Her svarte 44 % at de ikke har tatt stilling til dette, 14 % svarte at de ikke gjør noen justering, mens 23 % svarte at de justerer historiske multipler i tråd med IFRS 16 slik at de blir sammenlignbare med dagens multipler. 13 % svarer at de gjør motsatt ved å justere fremtidige multipler tilbake i tråd med IAS 17.

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.

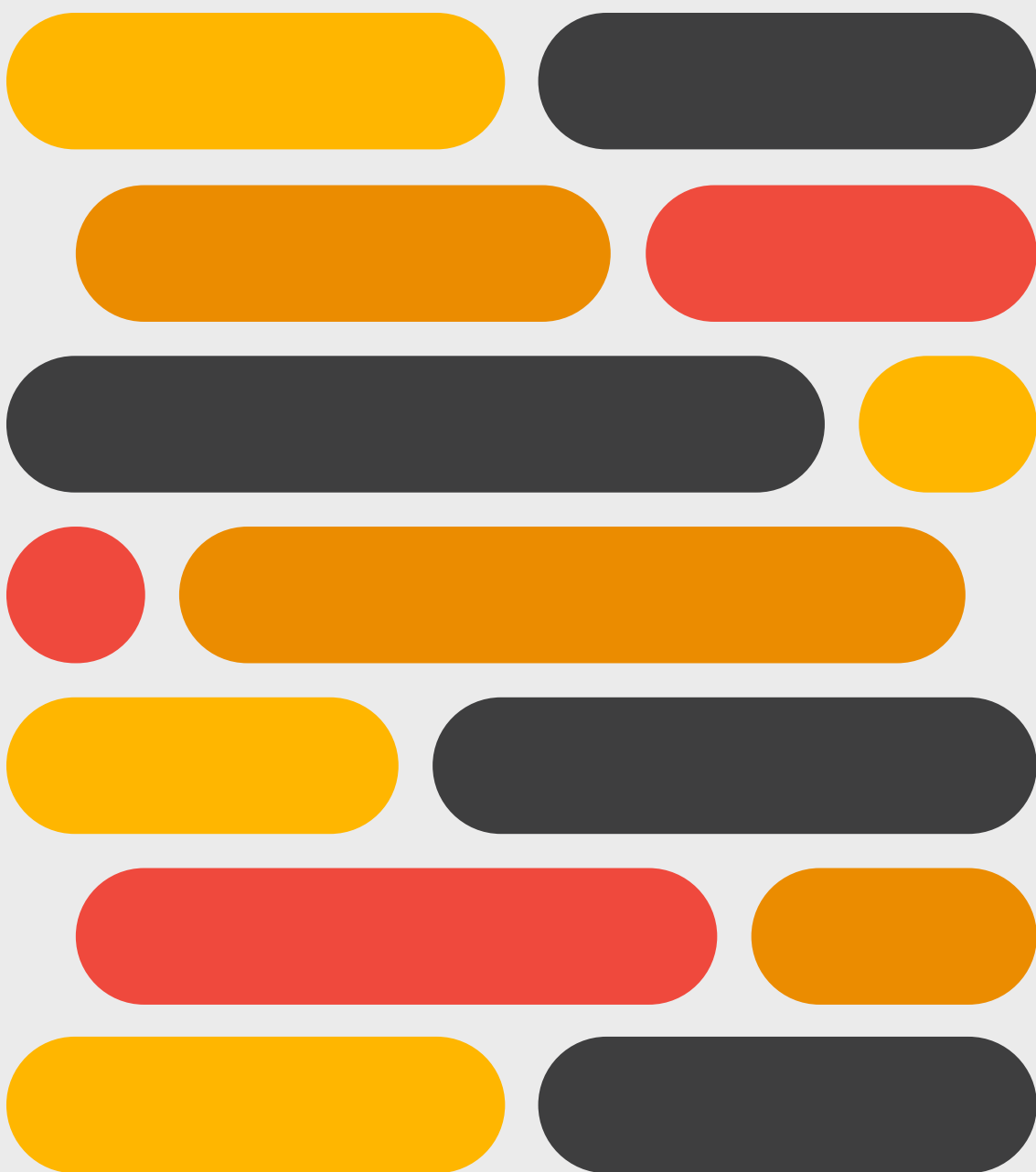
4.10.1 Håndtering av IFRS 16 i en verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm



4.10.2 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 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 2023.

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 kontantstrømestimater 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:

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



Om FFN

Forening for finansfag Norge (FFN) har gjennom mer enn 50 år jobbet for å sikre god fag- og kompetanseutvikling i finansnæringen, som igjen bidrar til et mer velfungerende kapitalmarked. FFN har som mål å være Norges fremste uavhengige kompetansemiljø innenfor finans og det naturlige bindeleddet mellom akademia og næringen.

FFN spiller en viktig rolle ved å bidra til allmenn forståelse av kapitalmarkedenes funksjon og betydning for norsk økonomi. I tillegg bidrar FFN til gode rammebetingelser og et velfungerende kapitalmarked, samt relevant opplæringstilbud, høy kompetanse og faglig standard for aktører innenfor finans og kapitalmarkedene.

FFN tilbyr avanserte fordypningsstudier i samarbeid med Norges Handelshøyskole, hvor det velrenommerte AFA-studiet (autorisert finansanalytikerstudium) gjennom 30 år har vært et viktig flaggskip. I tillegg har FFN flere kurs og arrangementer innenfor sine fagfelt.

Kontaktpersoner



Jannicke Rustad-Nilssen

+ 47 918 86 585
jannicke@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 børsnoterings.

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
- Bonusordninger
- Fairness opinions
- Restrukturerings

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



Karen Fastbø
Director

+47 982 64 217
karen.fastbo@pwc.com



Henrik Skogseth
Senior Associate

+47 951 09 755
henrik.skogseth@pwc.com



Aksel Devold
Associate

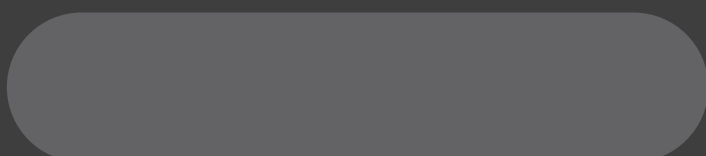
+47 476 77 195
aksel.devold@pwc.com



Kristian Ellingsen
Associate

+47 994 75 953
kristian.e.ellingsen@pwc.com





© 2023 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)