

# Business Valuation Inside 01/2008\*

Business Valuation Inside belyser aktuelle problemstillinger knyttet til verdivurderinger og verdivurderingsmetodikk. I tillegg presenteres oppdatert markedsinformasjon for utvalgte bransjer.

Denne utgaven tar for seg størrelsen på risikopremien i aksjemarkedet. Resultatene er basert på en empirisk undersøkelse som PwC har gjennomført blant et utvalg av svenske aktører innenfor corporate finance, aksjemegling, forvaltning og venturekapital.



## Hva er risikopremien i aksjemarkedet?

### Bakgrunn

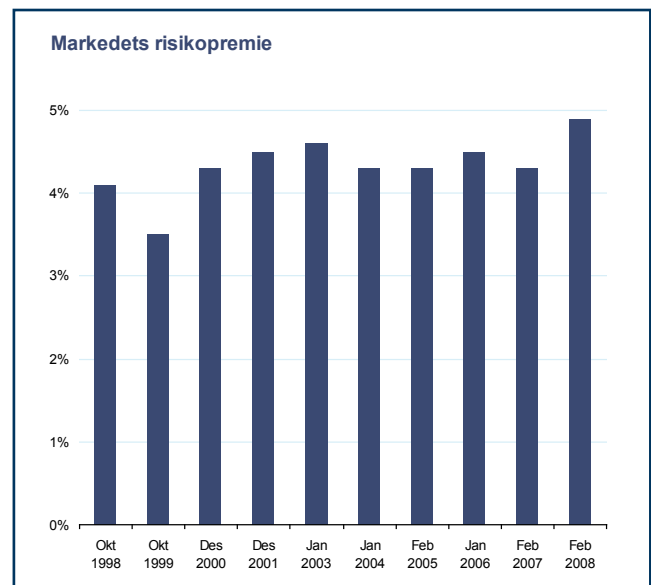
En rekke ulike verdivurderingsteknikker forutsetter at markedets risikopremie estimeres. Kapitalverdimodellen (KVM/CAPM) er den mest brukte modellen, og den tar utgangspunkt i markedets risikopremie. For KVM gjelder det at jo høyere systematisk risiko et selskap har (uttrykt ved beta), desto mer vil den estimerte markedsrisikopremien påvirke avkastningskravet og dermed verdien av selskapet eller eiendelen som vurderes.

For industrialiserte land er det en vanlig praksis å anta at markedets risikopremie er i området 4-5 %. PwC har tidligere anbefalt 4,5 % i de fleste markeder.

I Sverige har PwC gjennomført en undersøkelse blant 32 markedsaktører med virksomhet innenfor corporate finance, aksjemegling, forvaltning og venturekapital. Undersøkelsen tar for seg aktørenes oppfatning om markedets risikopremie. Undersøkelsen er en ex ante undersøkelse, dvs. tallene er basert på forventninger om fremtiden og ikke historikk (ex post).

### Størrelsen på markedets risikopremie

Figuren nedenfor presenterer et sammendrag av utviklingen for utvalgets estimerte risikopremie over de siste ti årene. Fra februar 2007 til februar 2008 har gjennomsnittlig risikopremie økt fra 4,3 % til 4,9 %, målt ved aritmetisk gjennomsnitt. Medianen i utvalget økte fra 4,1 % til 5,0 %.



# Kan en endring i markedets prising av selskaper forklares av en økende risikopremie?

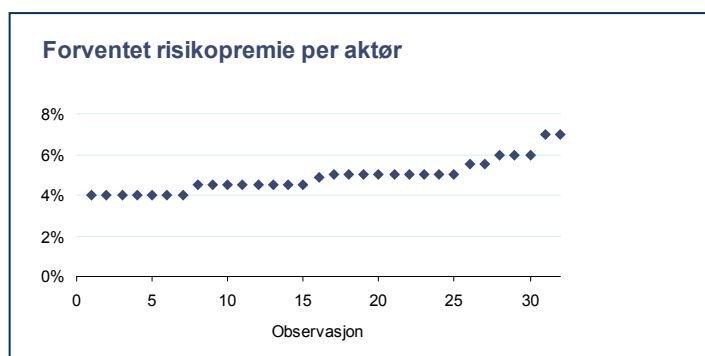
Det viser seg at alle grupper markedsaktører forventer en økt risikopremie, men at den antatte størrelsen på premien varierer.

Nedenfor følger en gjennomgang av hovedfunnene i PwC's undersøkelse av aktørenes estimerte risikopremie i det svenske markedet og om dette kan forklare en endring i markedets prising av selskaper.

## Variasjoner blant enkeltaktørenes forventninger

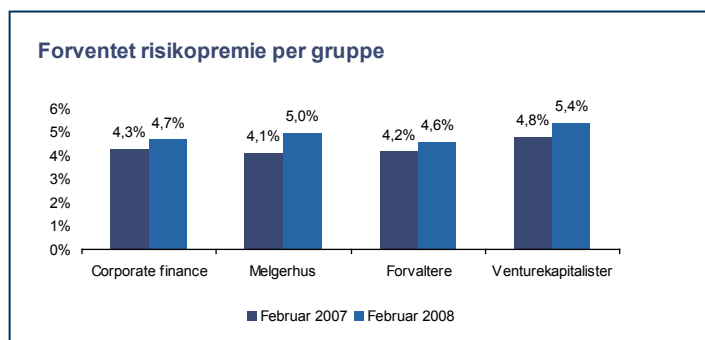
Det viser seg at forventningene til markedets risikopremie varierer betydelig blant de 32 aktørene som inngår i undersøkelsen.

Tabellen under viser hver enkelt aktørs forventning til risikopremie. Syv av aktørene forventer en risikopremie på 4 % og to aktører forventer en risikopremie på hele 7 %. Medianobservasjonen er 5 %.



## Variasjoner blant de ulike gruppene av aktører

Dersom man deler de ulike aktørene inn i grupper, avdekkes forskjeller i forventningen til risikopremien. Venturekapitalister har høyest forventninger med 5,4 %. Felles for alle gruppene er at forventet risikopremie har økt det siste året.



## Anvendelsen av risikofri rente er relativt homogen

Ved beregning av avkastningskravet til en virksomhet, vil forutsetningen om risikofri rente være en sentral komponent. Det benyttes ulike benchmarks for å finne risikofri rente. 65 % av de spurte aktørene bruker 10-årig statsobligasjonsrente som mål på den risikofrie renten, og dette er sammenfallende med PwC's praksis. Videre bruker omtrent 20 % av de spurte 5-årig statsobligasjonsrente og 15 % bruker en annen rente som basis for risikofri rente.

## Er det rimelig at endring i forventet risikopremie kan forklare en endring i markedets prising av selskaper?

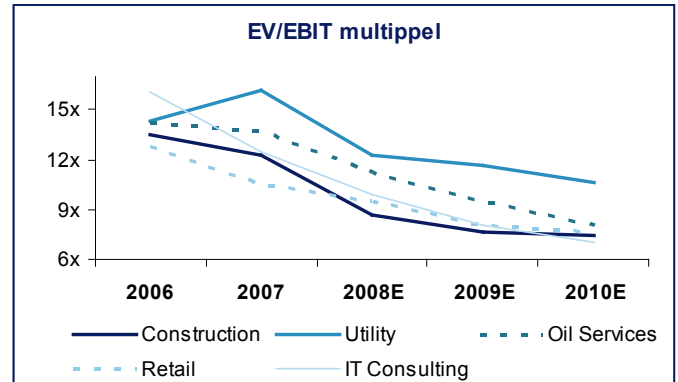
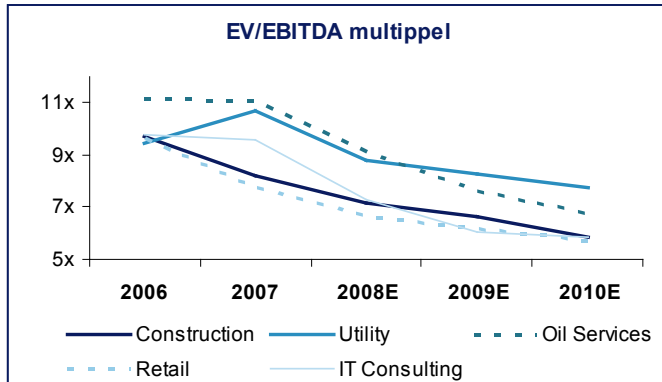
Basert på PwC's undersøkelse kan man konstatere at markedsaktørers forventning til risikopremien har økt det siste året. Dette gjelder både dersom man måler gjennomsnittsforsøringen for alle i utvalget, og dersom man ser på enkeltgrupper.

Det er åpenbart at en endring i forventet risikopremie vil ha betydning for avkastningskravet til ulike virksomheter. Gitt at nivået på den risikofrie renten ikke endrer seg vesentlig, vil en økt risikopremie også øke avkastningskravet for en virksomhet. Siden i fjor sommer har også en stigende gjeldspremie bidratt til å øke avkastningskravet.

Prisingen av en virksomhet baseres ofte på fremtidige kontantstrømmer diskontert med et relevant avkastningskrav, hvor endrede forventninger til fremtidig inntjening vil kunne påvirke prisingen markant. Det er derfor tvilsomt om endringen i markedets risikopremie og gjeldspremie alene kan forklare en endring i prisingen av selskaper, men det er rimelig å anta at dette har en merkbar effekt.

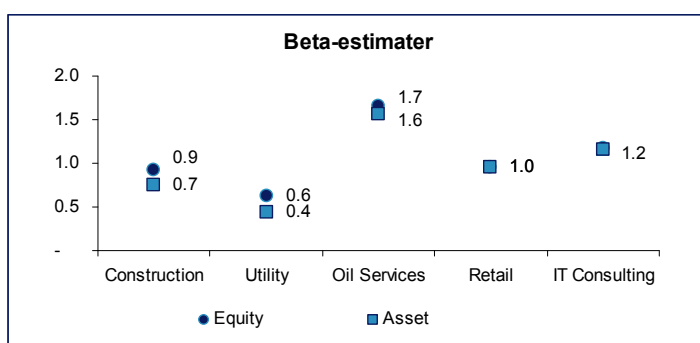
# Markedsmultipler

Nedenfor gis en oversikt over nøkkeltall og multipler for børsnoterte selskaper innenfor bransjene construction, utilities, oil-services, retail og IT consulting. Det presenteres prismultipler basert på både historisk og forventet fremtidig inntjening, marginbilde og vekst. Dette kan bidra til å danne et bilde av hvordan selskaper innen en bestemt bransje prises og hvilken vekst som forventes. Multiplene reflekterer i hovedsak omsetning av likvide aksjer og minoritetsposter i børsnoterte selskaper. Avhengig av verdsettelsesobjekt og -situasjon kan det derfor være relevant å justere for aksjens likviditet, aksjepostens størrelse og selskapets størrelse.



Vi har valgt å fokusere på fem bransjer hvor vi har god kjennskap til markedet og aktørene. Det er med hensikt gjort svært grove inndelinger i bransje, hvor hver gruppe består av 18-20 enkelt-selskaper. Ved analyse av ett bestemt selskap kan det være relevant å bygge opp en smalere definert gruppe av sammenlignbare selskaper.

Bransje	EBITDA margin					EBIT margin					Omsetningsvekst			
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
Construction	5 %	6 %	6 %	6 %	6 %	4 %	5 %	5 %	5 %	5 %	15 %	8 %	5 %	3 %
Utility	26 %	27 %	29 %	30 %	32 %	17 %	17 %	18 %	19 %	21 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Oil Services	22 %	25 %	25 %	26 %	25 %	18 %	21 %	21 %	22 %	23 %	26 %	16 %	13 %	9 %
Retail	7 %	12 %	11 %	11 %	12 %	6 %	9 %	9 %	9 %	9 %	11 %	9 %	8 %	7 %
IT Consulting	12 %	12 %	12 %	13 %	12 %	7 %	8 %	8 %	8 %	9 %	12 %	11 %	7 %	7 %



## Definisjoner og forklaringer

- EBIT = driftsresultat, EBITDA = driftsresultat før avskrivninger
- EV = entreprisverdi, pr. definisjon lik verdi av egenkapital pluss netto rentebærende gjeld
- Referanseindeks for beregning av beta er MSCI All Country World Index
- Asset beta (total kapitalbeta) er basert på 5 års gjennomsnittlig gjeldsgrad. Effekt av gjeld er eliminert ved hjelp av Harris & Pringle
- Multipler for 2006 og 2007 er basert på EV henholdsvis den 31.12.06 og 31.12.07, mens 2008, 2009 og 2010 multipler er basert på EV ultimo april 2008
- Egenkapitalens risikopremie er estimert ved hjelp av kapitalverdimodellen, som uttrykker markedets antatte krav til avkastning på egenkapitalen over risikofri rente (ved hhv. ingen og nåværende gjeldsgrad). I snitt antas premien lik 5 % ved nåværende gjeldsgrad
- Bransjegruppene inkluderer selskaper hovedsakelig i Europa og enkelte i USA
- Antall selskaper i bransjegruppene er følgende:
  - Construction: 19
  - Utility: 19
  - Oil Services: 20
  - Retail: 19
  - IT Consulting: 18

Bransje	Gjeldsgrad		Risikopremie	
	5 års gj.snitt	Nåværende	Ved giring	Uten giring
Construction	28 %	34 %	4.6 %	3.7 %
Utility	54 %	58 %	3.1 %	2.2 %
Oil Services	10 %	3 %	8.3 %	7.8 %
Retail	10 %	4 %	4.8 %	4.8 %
IT Consulting	7 %	-1 %	5.9 %	5.8 %

Kilde: Bloomberg

# Om PwC Financial Advisory Services (FAS)

PricewaterhouseCoopers Financial Advisory Services ("FAS") bistår ved kjøp, salg og verdivurdering av virksomheter og driver rådgivning innenfor finansieringsstrategi, aksjonærforhold og kapitalspørsmål. Vi er tilknyttet PwCs nettverk av finansielle rådgivere som dekker mer enn 140 land og alle kontinenter. Våre rådgivere har erfaring fra alle bransjer og markeder. I Europa har vi et sentralt kompetansesenter for verdivurderinger, samt erfarne verdivurderingsekspertes i de fleste land, til sammen ca. 1500 personer.

For spørsmål om verdivurderinger, ta gjerne kontakt med:

Baste Matre, Partner,  
tlf.: 95 26 01 44  
e-post: baste.matre@no.pwc.com

Per Ivar Bøe, Senior Manager,  
tlf.: 95 26 01 50  
e-post: per.ivar.boe@no.pwc.com



PricewaterhouseCoopers er verdens største nettverk av revisorer, advokater og rådgivere, og leverer et bredt spekter av profesjonelle tjenester gjennom 146 000 medarbeidere i 150 land. Dette drar vi stor nytte av ved våre kontorer i Norge. Med over 1200 ansatte ved 33 kontorer, er vi i dag en av landets ledende leverandører av tjenester innen revisjon og rådgivning.

Tjenestene fra PricewaterhouseCoopers AS i Norge omfatter revisjon og relatert rådgivning, herunder bistand innen verifikasjon, styrings- og omstillingsprosesser, i tillegg til transaksjonsstøtte og finansiell rådgivning. Skatte- og avgiftsrådgivning, selskapsrett og transaksjonsstøtte leveres av Advokatfirmaet PricewaterhouseCoopers AS.

Se for øvrig [www.pwc.no](http://www.pwc.no)

Dette dokumentet inneholder opphavsbeskyttet informasjon om PricewaterhouseCoopers' metodikk, verktøy, og erfaringer. Dokumentet eller innholdet i dette skal ikke kopieres, scannes, el.l. uten at det på forhånd er innhentet skriftlig samtykke fra PricewaterhouseCoopers.

© 2008 PricewaterhouseCoopers. PricewaterhouseCoopers-navnet refererer til individuelle medlemsfirmaer tilknyttet den verdensomspennende PricewaterhouseCoopers-organisasjonen. \*connectedthinking er et registrert varemerke for PricewaterhouseCoopers.