

Risikopremien i det norske markedet



Innholdsfortegnelse

01	Introduksjon	03
02	Oppsummering av årets undersøkelse	04
03	Utvalg	06
04	Resultater fra undersøkelsen	07
	4.1 Risikofri rente i avkastningskravet	07
	4.2 Markedsrisikopremie	08
	4.3 Småbedriftspremie	10
	4.4 Verdjustering for illikviditet ved verdsettelse av unoterte selskaper	12
	4.5 Langsiktig inflasjonsforventning	14
	4.6 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell	15
	4.7 Kontrollpremie	16
	4.8 Miljø og bærekraft	16
	4.9 Risikofaktorer i det norske markedet	17
05	Appendiks	18
	Definisjoner og tilnærming	18
	Om FFN	22
	Om PwC Deals	23

130

Undersøkelsen
baseres på svar fra
130 av FFNs ca. 1
300 medlemmer.

Introduksjon

For femtende 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 130 av FFNs ca. 1 300 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. Dermed 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 ønsker vi å utforske hvordan illikviditet påvirker prisingen av aksjer gjennom følgende spørsmål: Bør det benyttes en illikviditetsjustering ved verdsettelse av aksjer i unoterte selskaper, sammenlignet med verdsettelse av aksjer i børsnoterte selskaper, der likviditeten anses som god?

5,0 %

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

55 %

55 % av respondentene benytter 10-årig statsobligasjon som langsiktigrisikofri rente.

67 %

67 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Oppsummering av årets undersøkelse

- 10-årig statsobligasjon er som tidligere det vanligste å benytte som risikofri rente i avkastningskravet. Andelen som benytter denne har økt fra 48 % i fjorårets undersøkelse til 55 % i år.
- 17 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 76 % av disse bruker en normalisert langsiktig risikofri rente mellom 3,0 og 4,0 %.
- Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5,0 %. Gjennomsnittet har økt fra 2024, 4,9 % til 5,1 %.
- Respondentene oppgir et totalt avkastningskrav for likvide investeringer i det norske aksjemarkedet med beta lik 1 med en median på 8,4 %. Med en risikofri rente på 4,0 % gir dette en implisitt markedsrisikopremie på 4,4 %.
- 67 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie), opp fra 64 % i fjor.
- 79 % mener at det bør benyttes en illikviditetsjustering ved verdsettelse av unoterte selskap.
- Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret fra i fjor, hvor majoriteten mener at kontrollpremien bør være mellom 20 - 30 %.
- 56 % av respondentene mener at man bør benytte 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning.
- Median av vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell er 2,0 %, tilsvarende fjorårets resultater. Vekstraten er i tråd med medianen av langsiktig inflasjonsforventning.
- 58 % av respondentene mener det bør være et påslag i avkastningskravet og/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:
 - Handelskrig (25 %)
 - Energipriser (15 %)
 - Renteendringer (15 %)

2.1 Oppsummeringstabell

Tema	2025		2024	
	Hovedfunn	Svar %	Hovedfunn	Svar %
Markedsrisikopremie	Median	5 %	Median	5 %
	Gjennomsnitt	5 %	Gjennomsnitt	5 %
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon	55 %	10-årig statsobligasjon	48 %
	Normalisert langsiktig risikofri rente	17 %	Normalisert langsiktig risikofri rente	17 %
Småbedriftspremie	Benyttes	67 %	Benyttes	64 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median:	0 %	Median:	0 %
Markedsverdi 2-5 mrd	Median:	1 %	Median:	1 %
Markedsverdi 1-2 mrd	Median:	2 %	Median:	2 %
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median:	2 %	Median:	3 %
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median:	3 %	Median:	3 %
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median:	4 %	Median:	4 %
Illikviditetspremie	Benyttes	79 %	Benyttes	n.a.
Direkte verdsettelsesrabatt	Benyttes	55 %	Benyttes	n.a.
	Median	20 %	Median	n.a.
Justert avkastningskrav	Benyttes	45 %	Benyttes	n.a.
	Median	2 %	Median	n.a.
Inflasjon	Median	2 %	Median	2 %
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median	2 %	Median	2 %
Kontrollpremie	Median	20 - 30 %	Median	20 - 30 %
Hensyntar svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja, i avkastningskrav og/eller kontantstrøm	58 %	Ja, i avkastningskrav og/eller kontantstrøm	57 %
	Nei	42 %	Nei	43 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	Handelskrig	25 %	Krig	19 %
	Energipriser	15 %	Handelskrig	16 %
	Renteendring	15 %	Energipriser	16 %

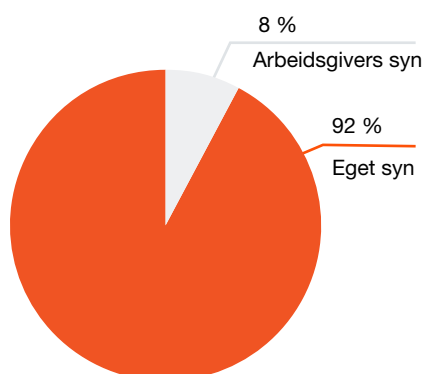
Utvalg

Utvalget for undersøkelsen er Forening for Finansfag Norge (FFN) sine 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. Dermed kan deres formening gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser.

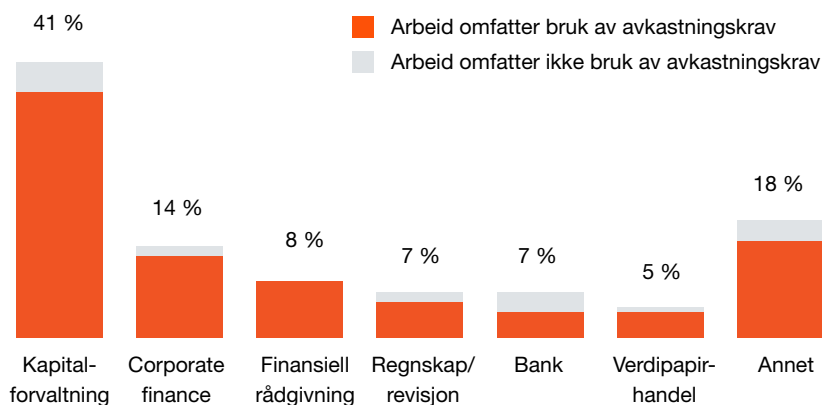
Totalt ble undersøkelsen sendt til 1 314 e-postadresser. I perioden 7. oktober til 7. november 2025 mottok vi 130 fullstendige svar. Dette tilsvarer en svarandel på 9,9 %.

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. 85 % 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 Respondenter fordelt på tjenesteområde



10

10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i avkastningskravet

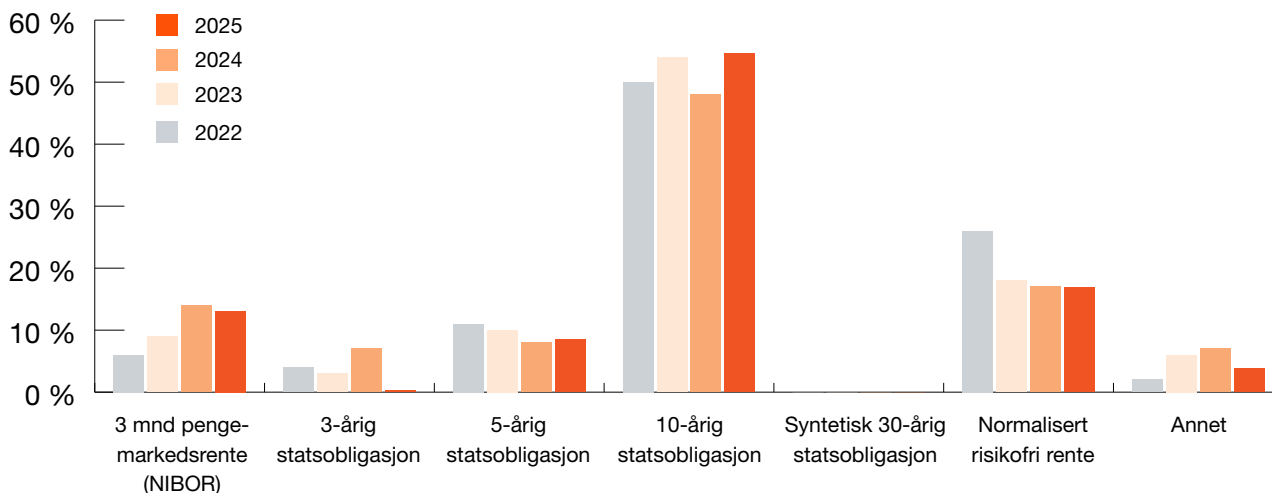
Resultater fra undersøkelsen

4.1. Risikofri rente i avkastningskravet

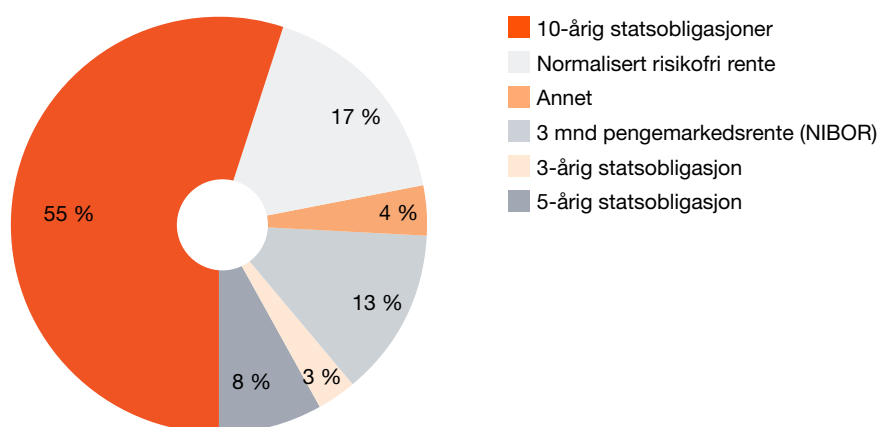
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 55 % i årets undersøkelse, sammenlignet med 48 % i fjorårets undersøkelse.

17 % av respondentene svarer at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, tilnærmet likt som fjorårets undersøkelse (17 %). Like stor andel, 29 %, bruker henholdsvis 3,5 % og 4,0 % som normalisert risikofri rente, mens medianen er 3,5 %. Til sammenligning er renten på en 10-årig norsk statsobligasjon per 1. november 2025 4,0 %. 90 % av respondentene svarer at de bruker 4,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente.

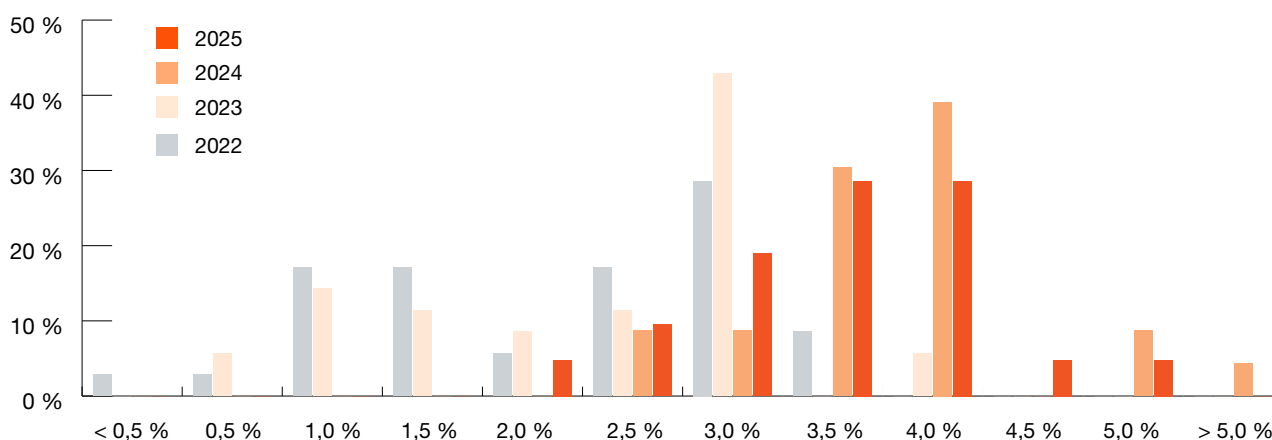
4.1.1: Risikofri rente - Hva benytter du som risikofri rente?



4.1.2 Valg av risikofri rente 2025



4.1.3 Spredning innenfor "Normalisert risikofri rente"



5 %

Markedsrisiko-
premien i det norske
markedet er uendret
på 5,0 %

4.2 Markedsrisikopremie

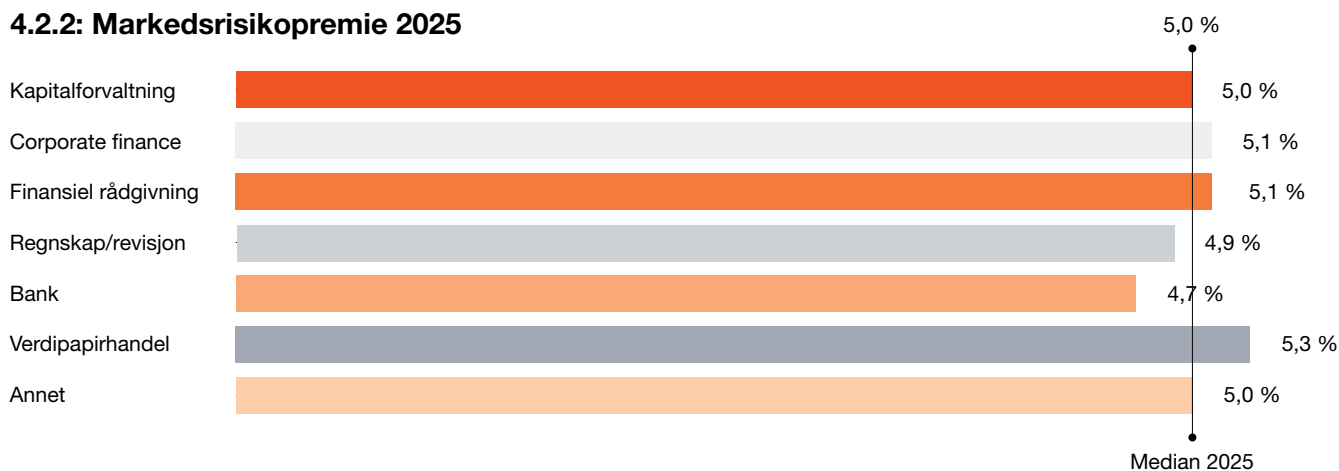
Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført. Tabell 4.2.1 viser nivået på markedsrisikopremien fra 2017 til 2025. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner.

4.2.1: Markedsrisikopremie 2017-2025

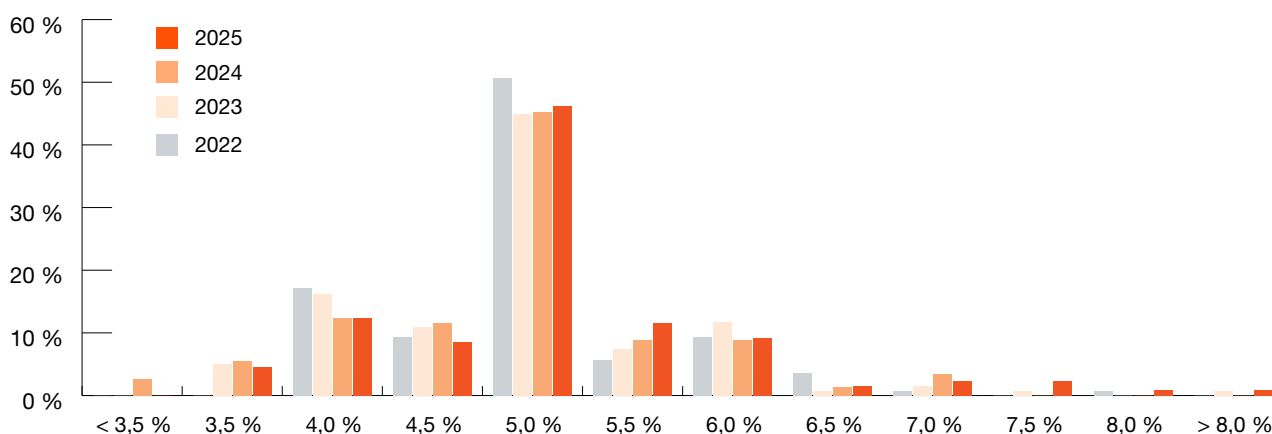
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vektet gjennomsnit	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	4,9 %	5,1 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	5,0 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	5,4 %	5,1 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,5 %

Ved å se nærmere på hva respondentene innenfor de respektive arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien i 2025, er det ingen bransjer som avviker klart fra medianen. Variasjonen mellom arbeidsområdene er liten, med en differanse på 0,6 % mellom gruppene med høyest og lavest risikopremie. Figur 4.2.2 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

4.2.2: Markedsrisikopremie 2025



4.2.3: Markedsrisikopremie 2022-2025



4.2.1 Avkastningskrav for en likvid aksje på Oslo Børs

Nytt for årets undersøkelse er at vi også har spurt respondentene om det totale avkastningskravet de benytter for likvide investeringer i det norske aksjemarkedet med en beta lik 1.

Respondentene oppgir et totalt avkastningskrav mellom 8,0 % og 9,0 %, der median og gjennomsnitt ligger på 8,4%. Antar vi en risikofri rente gitt ved 10-årig norsk statsobligasjonsrente per 1. november 2025 (4,0%) og en beta lik 1, gir dette en implisitt markedsrisikopremie på 4,4% i gjennomsnitt. Det totale avkastningskravet respondentene oppgir, impliserer en noe lavere risikopremie enn den som oppgis når markedsrisikopremien vurderes isolert.

67 %

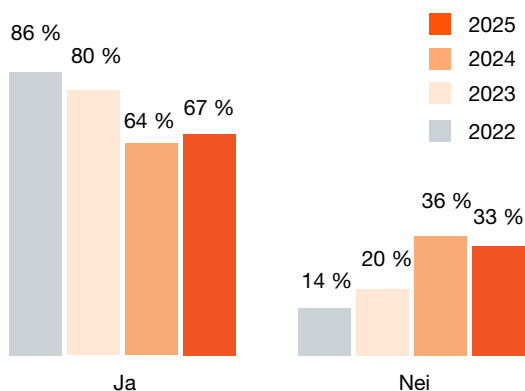
mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

4.3 Småbedriftspremie

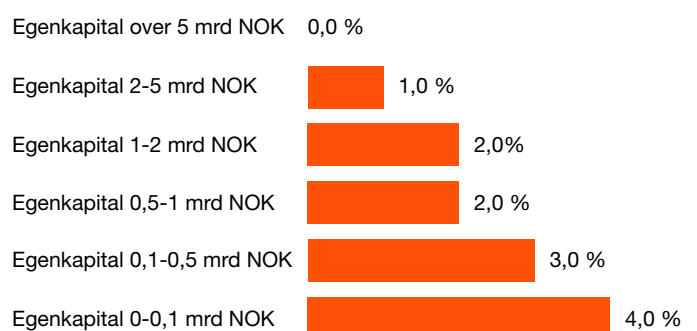
Undersøkelsen viser at 67 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.3.1. Dette er en oppgang fra i fjor, hvor snittet var 64 %, men en nedgang fra tidligere år hvor snittet har variert rundt 80 %.

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

4.3.1 Småbedriftspremie



4.3.2: Småbedriftspremie - median



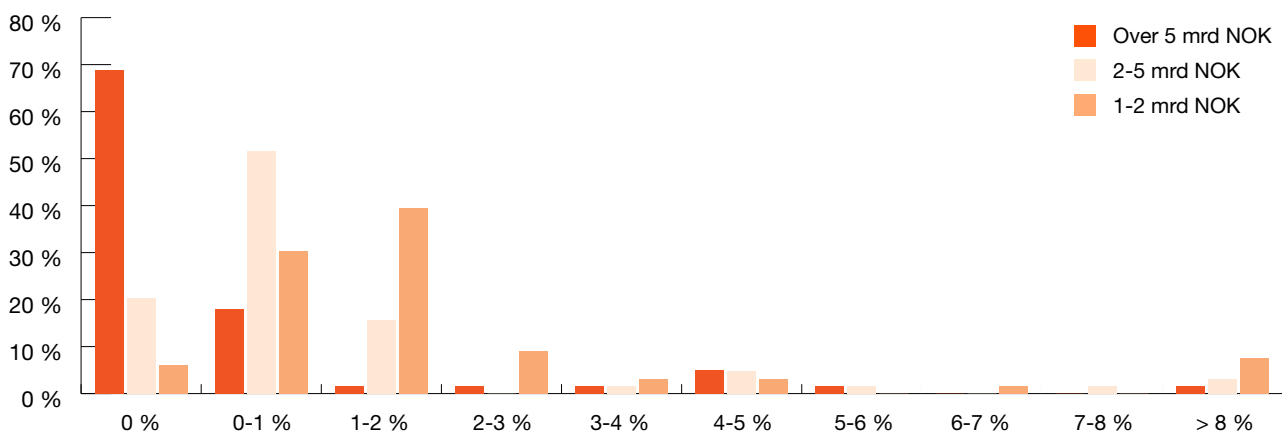
Størrelsen på småbedriftspremien øker jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 4.3.3 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2022 - 2025, gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

4.3.3: Småbedriftspremie 2022-2025

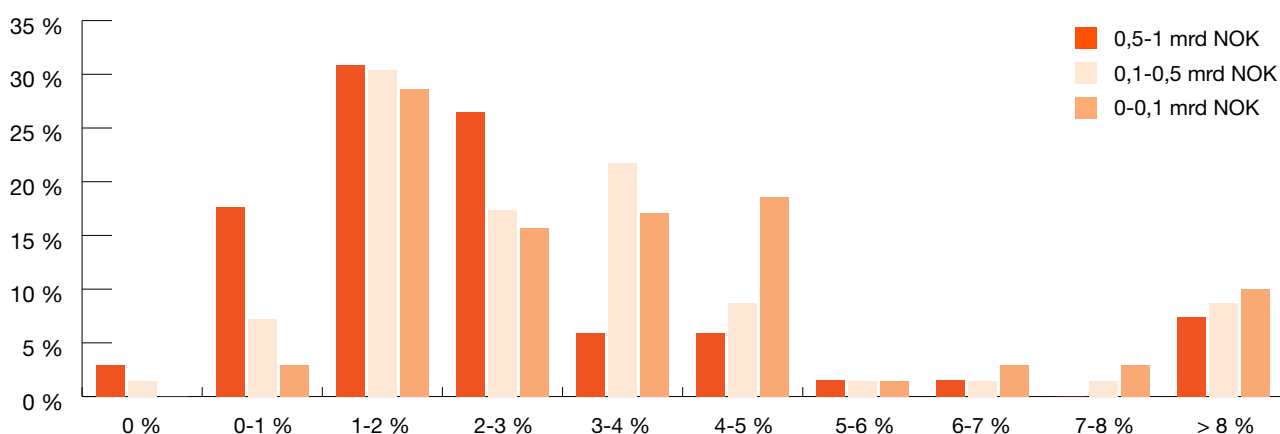
	2022		2023		2024		2025	
	Snitt	Median	Snitt	Median	Snitt	Median	Snitt	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,9 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %	0,9 %	0,0 %
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,3 %	1,0 %	1,7 %	1,0 %	1,4 %	1,0 %	1,7 %	1,0 %
Egenkap. 1-2 mrd NOK	2,5 %	2,0 %	1,9 %	1,5 %	2,6 %	2,0 %	2,7 %	2,0 %
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	3,2 %	2,0 %	2,7 %	2,0 %	4,0 %	3,0 %	3,4 %	2,0 %
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	4,2 %	3,3 %	3,0 %	2,5 %	5,2 %	3,5 %	4,3 %	3,0 %
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	5,3 %	5,0 %	3,9 %	3,0 %	6,1 %	4,0 %	5,5 %	4,0 %

Det er variasjon mellom hva respondentene mener er gjeldende småbedriftspremie for selskaper med lavere markedsverdi sammenlignet med høyere markedsverdi. Figur 4.3.4 - 4.3.5 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

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



4.3.5: Småbedriftspremie ved markedsverdi 0,5-1 mrd, 0,1-0,5 mrd og 0-0,1 mrd NOK



79 %

mener at det bør benyttes en illikviditetsjustering ved verdsettelse av aksjer i unoterte selskap

4.4 Verdijustering for illikviditet ved verdsettelse av unoterte selskaper

I årets undersøkelse spurte vi respondentene om hvorvidt aksjer i unoterte selskap bør verdsettes med en illikviditetsjustering. Likviditet beskriver hvor raskt en aksje kan konverteres til kontanter til en minimal og forutsigbar kostnad, og både akademisk litteratur og verdsettelsespraksis viser at illikviditet ofte håndteres gjennom høyere avkastningskrav eller avslag på beregnet verdi, basert på antatt full likviditet.

Illikviditetsjusteringen kan vurderes gjennom å bruke prisobservasjoner fra både private og børsnoterte selskaper. Dette gjøres hovedsakelig enten gjennom å: (i) sammenligne prisingen av aksjer i børsnoterte selskaper som ikke omsettes aktivt, med tilsvarende priser på aksjer som omsettes på markedet og (ii) sammenligne prisingen ved transaksjoner før børsnotering med prisingen etter notering, justert for endringer i relevant markedsindeks i perioden mellom transaksjonene.

79 % av respondentene oppgir at det bør benyttes en illikviditetsjustering ved verdsettelse av aksjer i unoterte selskaper. Av 102 respondenter oppgir 55 % at de håndterer illikviditet gjennom rabatt på beregnet verdi, basert på antatt full likviditet, mens 45 % hensyntar dette gjennom et høyere avkastningskrav.

Videre ble respondentene som benytter illikviditetsjustering på beregnet verdi bedt om å spesifisere størrelsen på justeringen sammenlignet med antatt fullt likvide, noterte aksjer. Blant de som justerer verdien direkte, oppgir 80 % et avslag på mellom 15 % og 40 %, med en median på 20 %.

Av respondentene som justerer avkastningskravet, oppgir 65 % et tillegg på 1 – 3 %, med en median på 2,0 %.

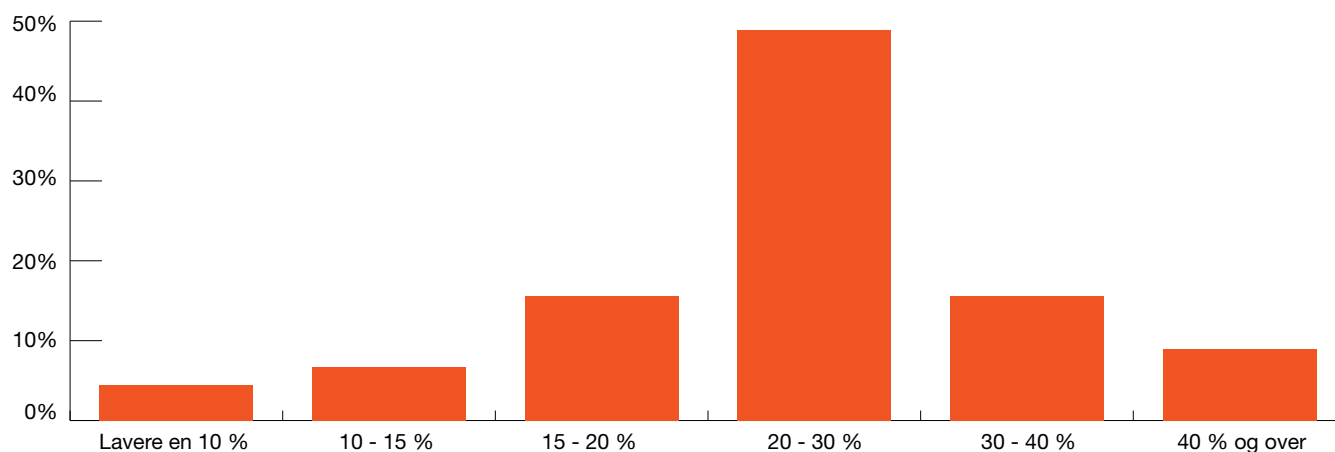
4.4.1: Andel som benytter illikviditetspremie



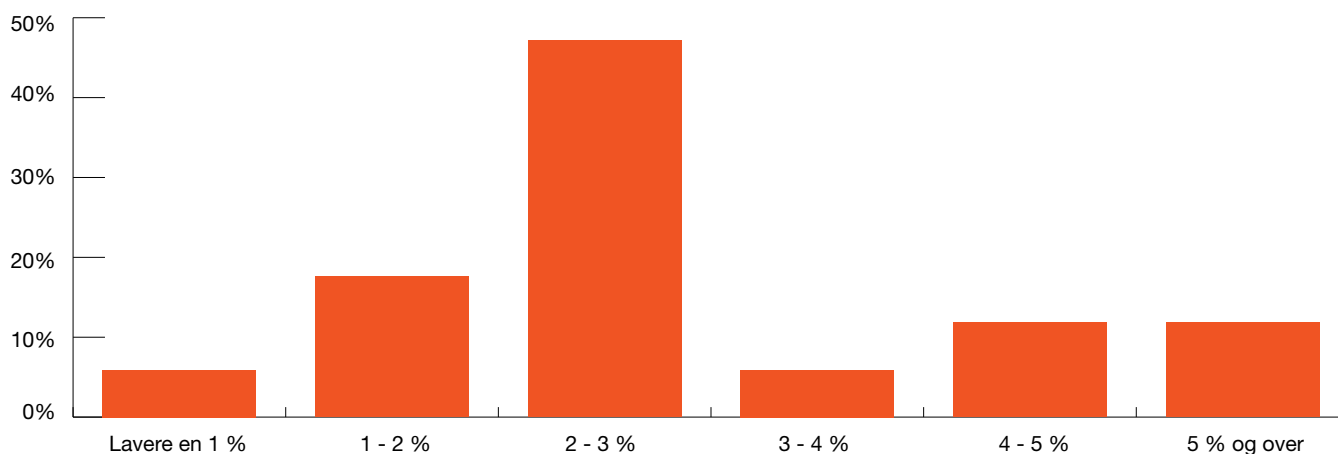
4.4.2: Anvendt verdijustering ved verdsettelse av aksjer i unoterte selskaper

	Median	Gjennomsnitt
Rabatt på vurdert verdi forutsatt full likviditet	20,0 %	24,0 %
Anvendt tillegg til avkastningskravet	2,0 %	3,5 %

4.4.3: Spredning innenfor rabatt på beregnet verdi



4.4.4: Spredning innenfor høyere avkastningskrav



56 %

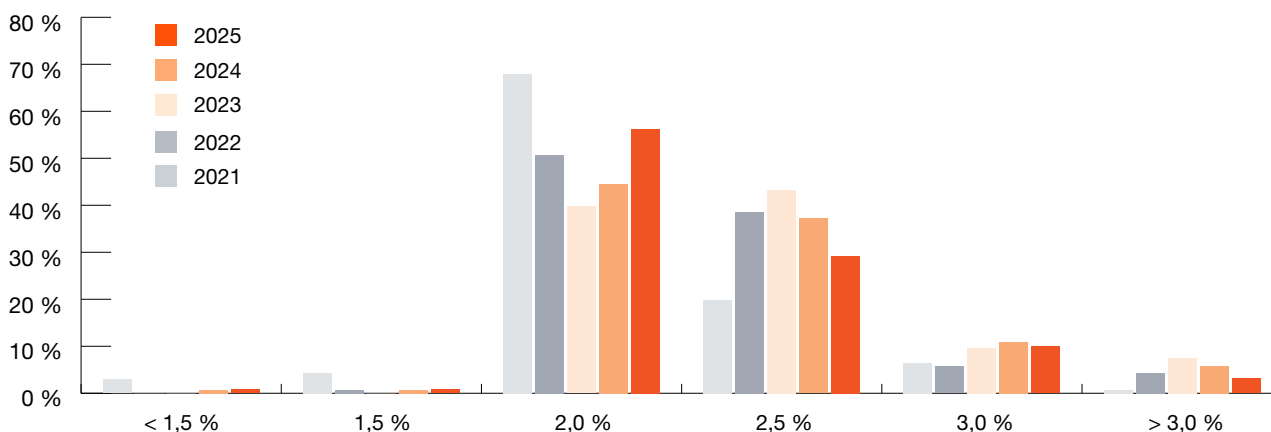
mener at 2,0 %
bør benyttes
som langsiktig
inflasjonsforventning

4.5 Langsiktig inflasjonsforventning

Forventet langsiktig inflasjon basert på median er på 2,0 %, likt som Norges Banks inflasjonsmål.

42 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,5 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 54 % i 2024.

4.5.1: Langsiktig inflasjonsforventning



2 %

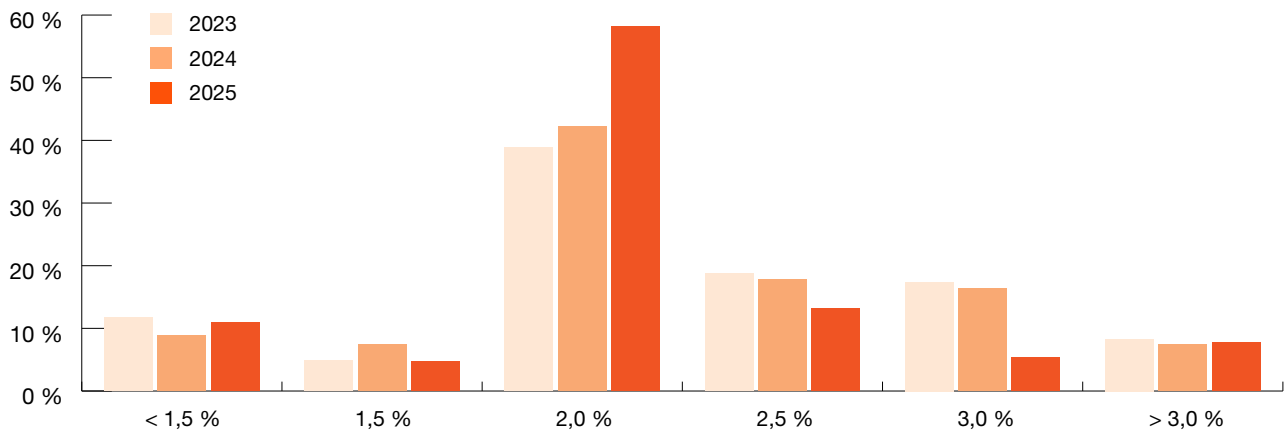
I år, som i fjor, mener respondentene at 2,0 % bør brukes som langsiktig vekstrate i en nåverdimodell

4.6 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

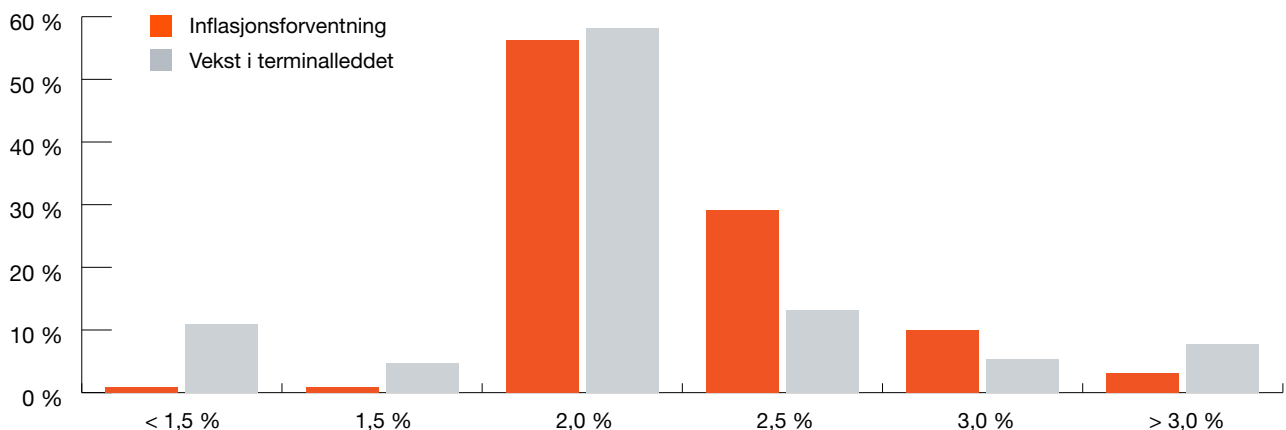
Medianen tilsier at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 58 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % eller høyere har de siste årene vært stabil mellom 40 % og 45 %, men årets undersøkelse viser en reduksjon til 26 %.

I snitt svarer respondentene at vekstraten i terminalleddet bør tilsvare inflasjonsforventnin.

4.6.1: Vekstrate i terminalleddet



4.6.2: Vekstrate og inflasjonsforventning 2025



20 - 30 %

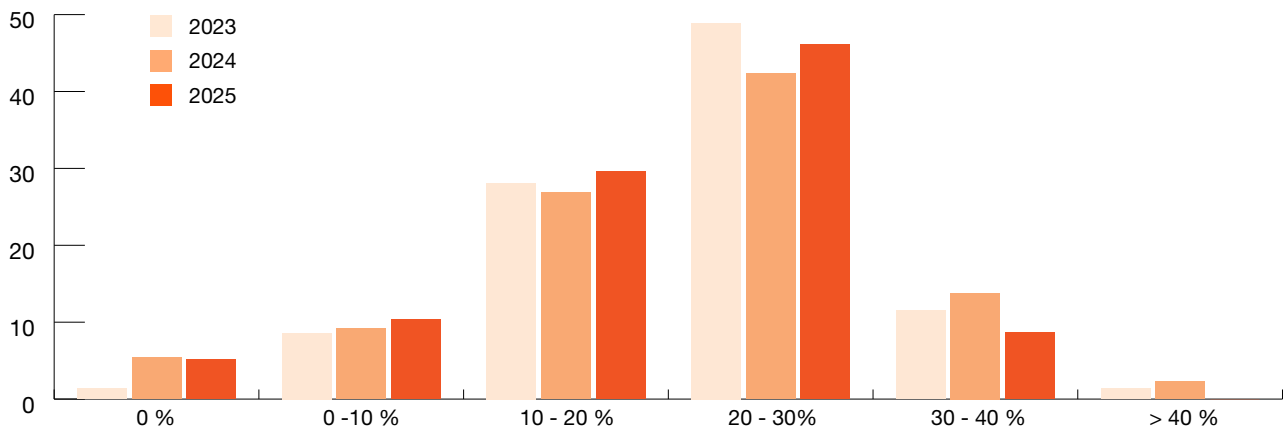
Kontrollpremien er uendret på 20 - 30 %

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.

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.

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

**58 %**

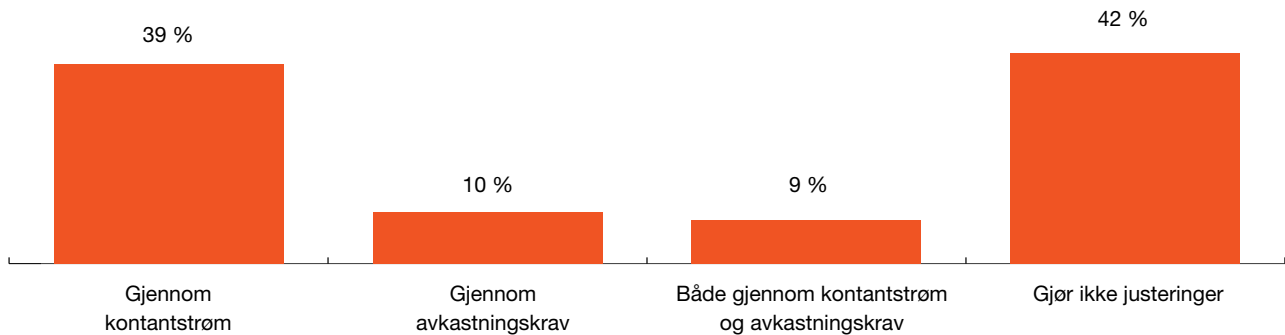
av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet og/eller en justering av kontantstrømmen for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft

4.8 Miljø og bærekraft

Majoriteten av respondentene justerer kontantstrømmen og/eller avkastningskravet for selskaper med svake prestasjoner tilknyttet miljø og bærekraft (58 %). Dette er en svak oppgang fra fjoråret (57 %), men indikerer en nedadgående trend sammenlignet med tidligere år, hvor andelen har variert rundt 70 %.

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?». Her svarer flere at de benytter blant annet ESG-score fra eksterne kilder, selskapets egen bærekraftsrapportering, bransjevurderinger, media og egne analyser.

4.8.1: Justeringer for selskaper med svak performance knyttet til miljø og bærekraft



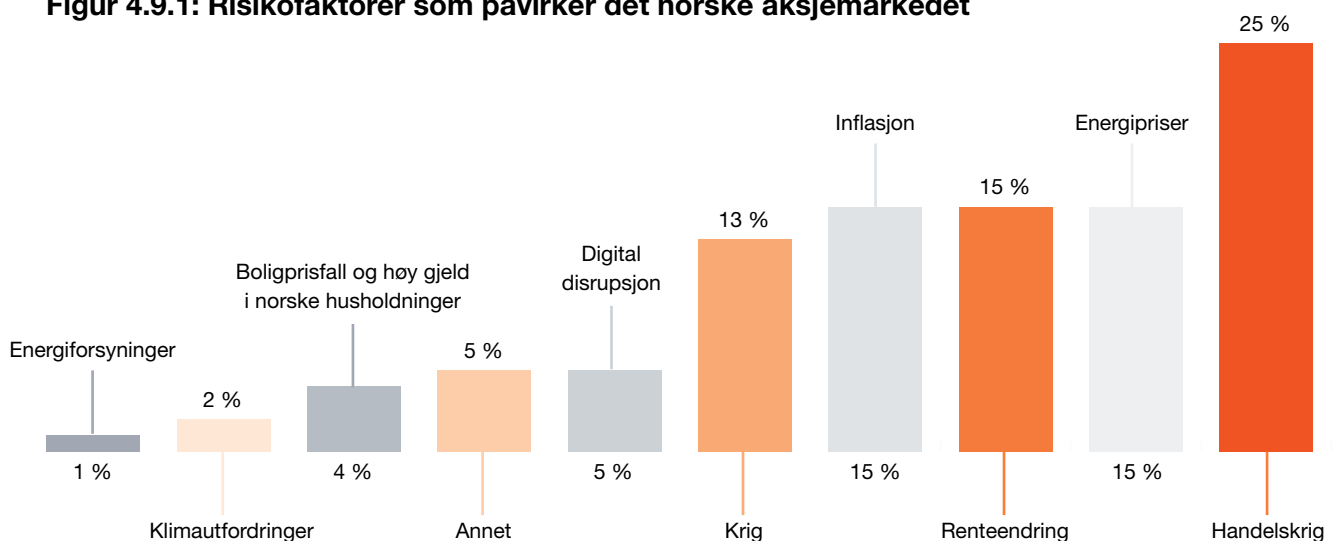
Respondentene mener de fire viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er handelskrig, energipriser, renteendring og inflasjon.

4.9 Risikofaktorer i det norske markedet

Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 25 % identifiserer handelskrig og 15 % identifiserer henholdsvis energipriser, renteendring og inflasjon som viktigste risiko. Til sammenligning var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse krig (19 %), handelskrig (16 %) og energipriser (16 %).

Blant fritekstsvarene nevnes risikoen for at AI-boblen sprekker som en av de viktigste risikofaktorene i årets undersøkelse.

Figur 4.9.1: Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet



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 2025.

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.

Ifølge Kjell Henry Knivsflå (2024), professor ved Norges Handelshøyskole (NHH), er den langsiktige markedsrisikopremien i Norge anslått til 5,0 % i gjennomsnitt. Undersøkelsen, som baserer seg på historiske data fra perioden 1914-2024, indikerer samtidig at risikopremien har variert betydelig rundt det langsiktige gjennomsnittet, med et normalavvik på inntil ± 3 %, avhengig av konjunkturer og markedsforhold. Knivsflås funn indikerer at risikopremien er motsyklisk, altså motsatt av konjunktorene i økonomien.

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

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

analytikere, kan det beregnes impliserte avkastningskrav og risikopremie slik at nåverdien av fremtidig inntjening samsvarer med entreprisverdien.

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 fra selskapets markedsverdi. Undersøkelsen kartlegger hvorvidt respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie, samt størrelsen på det eventuelle påslaget.

Illikviditetsjustering

Illikviditet innebærer at en eiendel ikke kan omsettes raskt eller uten vesentlige transaksjonskostnader, noe som øker investorens risiko og binder kapital over lengre tid. Som følge av dette vil investorer normalt kreve kompensasjon for mangel på likviditet. For selskaper der aksjene ikke omsettes like fritt som børsnoterte aksjer, medfører dette normalt en lavere verdi. Undersøkelsen kartlegger hvorvidt respondentene mener det bør hensyntas en illikviditetsjustering, samt størrelsen på justeringen, enten i form av høyere avkastningskrav, eller avslag på beregnet verdi.

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.

Kombinert bruk av verdsettelsespremier / prisjustering

Undersøkelsen ber respondentene oppgi hver prisjustering uavhengig av andre forhold, og gir ikke grunnlag for å fastslå hvordan justeringene bør kombineres. Flere justeringer kan dekke lignende forhold, og ukritisk bruk kan føre til dobbelttelling. Avkastningskravet må vurderes som en helhet. Eventuelle justeringer for overlapp må gjøres separat og begrunnes av den som utfører verdsettelsen.

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 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 er en ideell forening med mål om å være Norges fremste uavhengige kompetansemiljø innenfor finans, samt det naturlige bindeleddet mellom næringen og akademien. FFN er i tillegg en aktiv deltaker i samfunnsdebatten for å fremme næringens og medlemmenes interesser.

FFN tilbyr flere fagarrangementer og en rekke kurs og fordypningsstudier innen finans og kapitalforvaltning, samt bærekraft. Flere av disse studiene arrangeres i samarbeid med Norges Handelshøyskole (NHH), og gir dermed en unik kombinasjon av faglig akademisk tyngde og bidrag fra ledende praktikere.

FFN tilbyr medlemskap for både privatpersoner og bedrifter, som gir tilgang til flere medlemsfordeler.



Kontaktinformasjon:

Jannicke Rustad-Nilssen

Mobil: 918 86 585

E-post: jannicke@finansfag.no

■ ■ ■ Forening for
■ ■ ■ Finansfag
■ ■ ■ Norge

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
- Insitamentsprogrammer
- Fairness opinions
- Restruktureringer

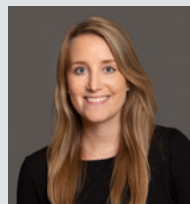
PwCs tjenester innen finansiell modellering inkluderer bistand til utarbeidelse av modeller for:

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

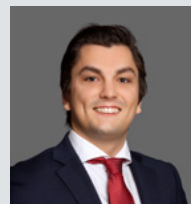
Kontaktinformasjon



Henrik Gran
Partner
+47 952 60 046
henrik.gran@pwc.com



Karen Fastbø
Direktør
+47 982 64 217
karen.fastbo@pwc.com



Aksel Devold
Senior Associate
+47 47 67 71 95
E-post: aksel.devold@pwc.com



Ida Ingstad
Associate
+47 412 89 785
ida.ingstad@pwc.com



Karoline Aasnæs
Associate
+47 942 94 933
karoline.aasnaes@pwc.com



© 2025 PwC. Med enerett. I denne sammenheng refererer "PwC" seg til PricewaterhouseCoopers AS, Advokatfirmaet PricewaterhouseCoopers AS og PwC Tax Services AS som alle er separate juridiske enheter og uavhengige medlemsfirmaer i PricewaterhouseCoopers International Limited.