

Risikopremien i det norske markedet

Desember 2017



NORVISKE FINANSANALYTIKERES FORENING
THE NORWEGIAN SOCIETY OF FINANCIAL ANALYSTS



Innhold

1

Introduksjon	3
--------------	---

2

Oppsummering av årets undersøkelse	4
------------------------------------	---

3

Resultater fra undersøkelsen	6
------------------------------	---

3.1. Risikofri rente i avkastningskravet	6
3.2. Markedsrisikopremie	7
3.3. Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie	8
3.4. Kontrollpremie	9
3.5. Småbedriftspremie	10
3.6. Investeringshorisont	12
3.7. Langsiktig inflasjonsforventning	12
3.8. Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell	13
3.9. Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet	14
3.10. Vekt på selskapenes vilje til å betale utbytte	15
3.11. Miljø og bærekraft	15

4

Utvalg	16
--------	----

5

Definisjoner og tilnærming	18
----------------------------	----



1 Introduksjon

PwC har, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), for syvende året på rad gjennomført undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet».

Formålet med studien er å få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på blant annet markedsrisikopremien, risikofri rente, småbedrifts-premie, 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, verdiprøvinger og finansielle analyser samt at de gir råd til aktører i det norske markedet – og således kan deres formening knyttet til de ulike parameterne gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i Norge.

Vi har en intensjon om at undersøkelsen hvert år kan kompletteres med ett eller flere dagsaktuelle eller etterspurte tema, som eventuelt også kan videreføres i senere utgaver. Basert på innspill fra NFF og tidligere respondenter har vi i årets undersøkelse valgt å inkludere to nye spørsmål:

- «For selskapene på Oslo Børs, legger du større vekt på selskapenes vilje til å betale utbytte i dag enn for fem år siden?»
- «Bør det benyttes et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak performance knyttet til miljø og bærekraft?»

I tilknytning til spørsmålet «Endres din vurdering av risikopremien ved endring i risikofri rente?», har vi på oppfordring av en tidligere respondent lagt til oppfølgingsspørsmålet: «Hvordan mener du risikopremien påvirkes av en økning i risikofri rente?».



2 Oppsummering av årets undersøkelse

Hovedfunnene i årets studie:

- Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og ligger på 5 %.
- 10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. Andelen har gått ned fra 41 % til 35 % sammenlignet med fjorårets undersøkelse.
- 27 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 68 % av respondentene svarer i år at de bruker 3 % eller lavere som normalisert risikofri rente, sammenlignet med 64 % i fjor.
- 44 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 50 % at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.
- 80 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie). Spredningen i svarene på størrelsen på småbedriftspremien øker desto mindre selskapene er.
- Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret, med en median på 20 % - 30 %.
- 47 % av respondentene mener at man bør benytte 2,0 % som langsiktig inflasjonsmål. Samtidig har andelen som mener at Norge vil ha en langsiktig inflasjon på nivå med Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % økt til 45 % i år, mot 42 % i fjor og 35 % i 2015.
- Median av vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell er 2,0 %, i tråd med medianen av den langsiktig inflasjonsforventningen
- På lik linje med tidligere år mener en stor andel av respondentene (84 %) at eierstruktur påvirker avkastningskravet på enkeltelskaper. Andelen som mener at statlig eierskap ikke har påvirkning på avkastningskravet er 48 %.
- 49 % av respondentene legger større vekt på selskapenes vilje til å betale ut utbytte i dag enn for fem år siden
- 45 % av respondentene mener det bør være et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft.

5 %

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

27 %

av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente.

80 %

av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

45 %

av respondentene mener det bør være et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft.



	2017		2016	
Tema	Hovedfunn	Svarprosent	Hovedfunn	Svarprosent
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt: 5,0 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt: 4,9 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	35 % 27 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	41 % 24 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	44 % 56 %	Ja Nei	48 % 52 %
Småbedriftspremie	Benyttes	80 %	Benyttes	83 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median 0 %		Median 0 %	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median 0,0 % - 1,0 %		Median 0,0 % - 1,0 %	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median 1,0 % - 2,0 %		Median 1,0 % - 2,0 %	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median 2,0 % - 3,0 %		Median 2,0 % - 3,0 %	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median 3,0 % - 4,0 %		Median 3,0 % - 4,0 %	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median 4,0 % - 5,0 %		Median 3,0 % - 4,0 %	
Investeringshorisont	Median: 6-8 år Gjennomsnitt: 8,7 år		Median: 6-8 år Gjennomsnitt: 7,7 år	
Inflasjon	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,2 %		Median: 2,3 % Gjennomsnitt: 2,3 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median: 2,0 % Vektet snitt: 2,1 %		Median: 2,0 % Vektet snitt: 2,0 %	
Kontrollpremie	Median 20 % - 30 %		Median 20 % - 30 %	
Eierstruktur	Påvirker avkastningskravet	84 %	Påvirker avkastningskravet	75 %
Statlig eierskap	Ingen påvirkning Øker avkastningskravet Reduserer avkastningskravet	48 % 29 % 23 %	Ingen påvirkning Øker avkastningskravet Reduserer avkastningskravet	46 % 37 % 17 %
Vekt på selskapens vilje til å betale ut utbytte	Ja, i stor grad Ja, men i liten grad Nei	13 % 36 % 51 %		
Påslag i avkastningskrav ved svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja Nei	45 % 55 %		

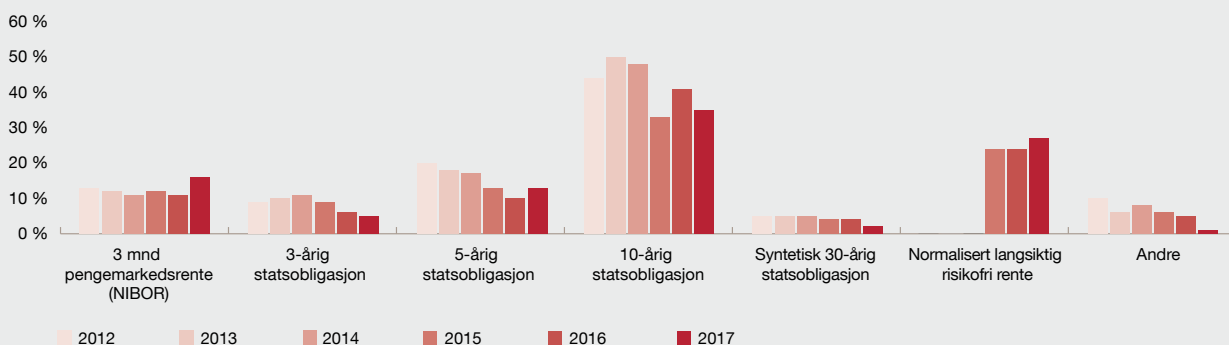
3 Resultater fra undersøkelsen

3.1. Risikofri rente i avkastningskravet

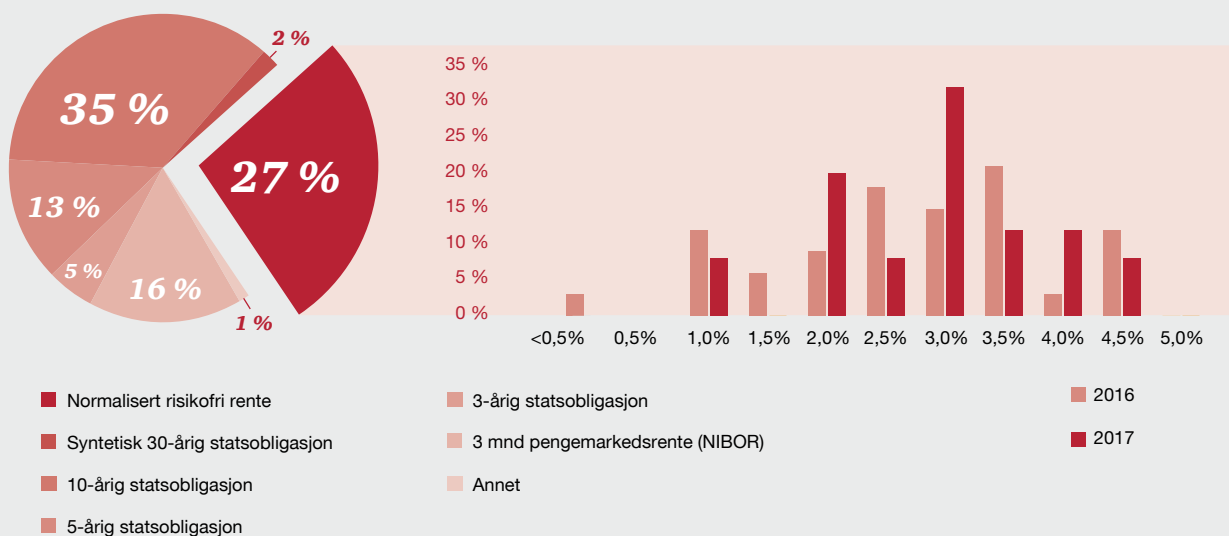
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 35 % i årets undersøkelse sammenlignet med 41 % i fjorårets undersøkelse. Flere respondenter bruker obligasjoner som er kortere enn 10 år i årets undersøkelse, sammenlignet med i fjor.

I år svarer 27 % av respondentene at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, mot 24 % av respondentene i fjor. Størst andel av disse (32 %) bruker 3,0 % som normalisert risikofri rente. 3,0 % utgjør medianen for normalisert risikofri rente i årets undersøkelse, i likhet med i fjor. Til sammenligning er en 10-årig norsk statsobligasjon per oktober 2017 1,66 %. 68 % av respondentene svarer at de bruker 3,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente, sammenlignet med 64 % i fjor.

Figur 3.1: Risikofri rente



Figur 3.2: Valg av risikofri rente og spredning innenfor «Normalisert risikofri rente»



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

3.2. Markedsrisikopremie

Nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2017 ligger på 5 %.

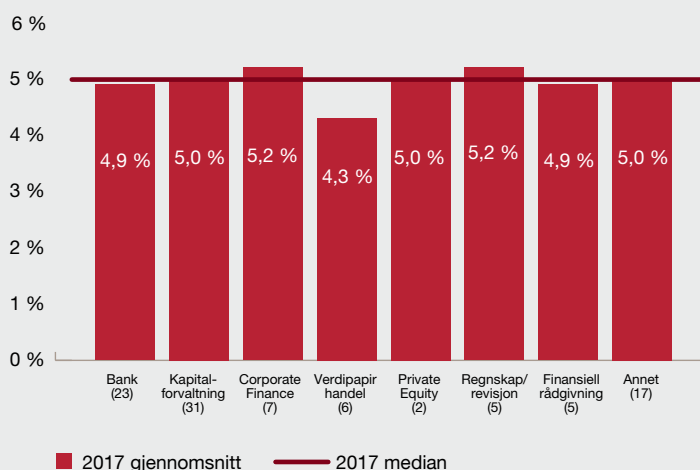
Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført. Tabell 3.3 viser nivået på markedsrisikopremien fra 2012 til 2017. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner. Sammenlignet med 2016 er det en økning i andelen i år som svarer at de benytter 5 % som markedsrisikopremie.

Ved å se nærmere på hva respondentene innenfor de respektive arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien i 2017, ser vi at aktører innen verdipapirhandel ville benyttet noe lavere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene. Figur 3.4 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

Tabell 3.3: Markedsrisikopremie 2012-2017

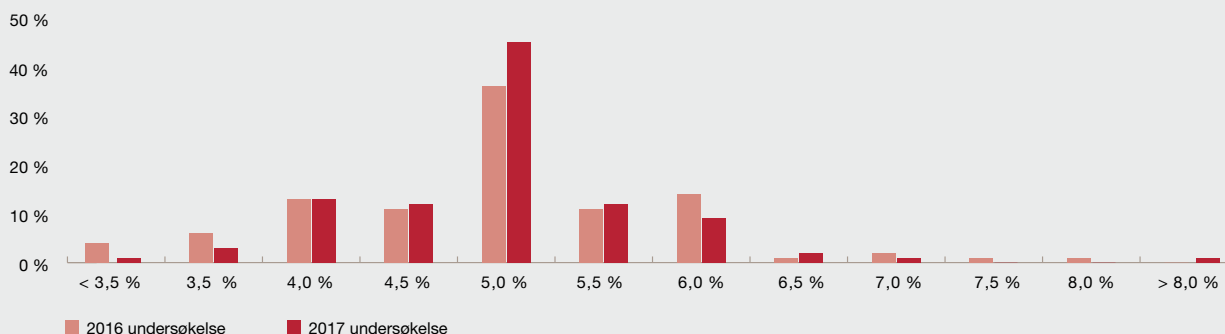
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vektet snitt	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %	5,5 %	5,4 %

Figur 3.4: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2017



Antall respondenter innen hvert arbeidsområde er angitt i parentes i figuren.

Figur 3.5: Markedsrisikopremie



44 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres

3.3. Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

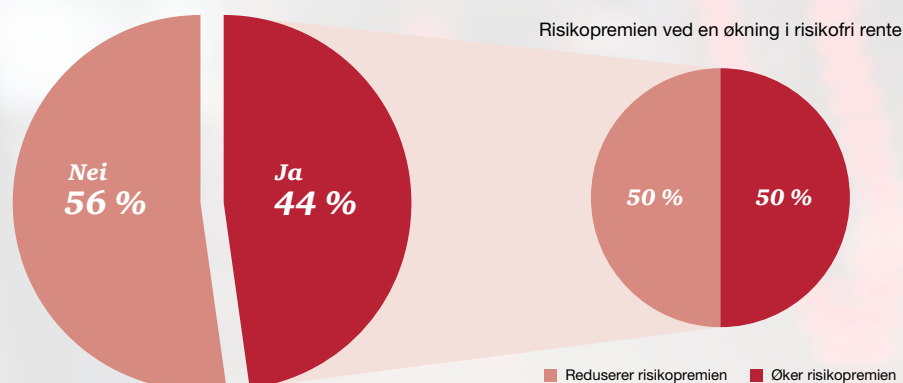
Respondentene er delte i oppfatningen om hvorvidt risikopremien bør endres ved endring i risikofri rente. 44 % mener at endring i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, se figur 3.6. Denne andelen har vært stabil over 40 % i tidligere års undersøkelser.

Respondentene har ulik oppfatning av hvordan risikopremien vil endres dersom risikofri rente øker. 50 % svarer at en økning i risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 50 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisiko-premien.

En respondent kommenterer at lave realrenter normalt sammenfaller med dårlige tider og større usikkerhet, som medfører en høyere markedsrisikopremie. Respondenten bemerker at det er viktig å presisere at dette gjelder endring i realrentenivå.



Figur 3.6: Sammenheng mellom risikofri rente og risikopremie



Kontrollpremien er uendret
på 20 % - 30 %

3.4. Kontrollpremie

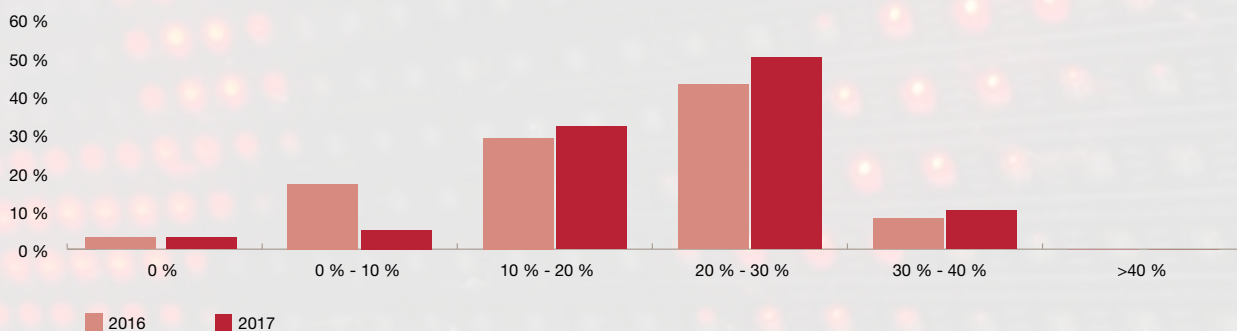
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som kontrollpremie på Oslo Børs. Det vil si premien på børskurs for å kjøpe majoriteten av aksjene i et selskap for å få en kontrollpost i selskapet, kontra det å kjøpe en minoritetspost i samme selskap.

Undersøkelsen indikerer i år, som foregående år, en median kontrollpremie på Oslo Børs mellom 20 % og 30 %. 50 % av respondentene svarer at kontrollpremien bør være i dette intervallet. Enkelte av respondentene kommenterer at størrelsen på kontrollpremien avhenger av eiersammensetningen og hvem som har kontrollen.

Andelen som bruker en kontrollpremie lik 0 % eller 0-10 % er redusert i forhold til 2016, men er i år på linje med tidligere år. I år svarer 3 % og 5 % at de bruker henholdsvis 0 % eller 0-10 % som kontrollpremie, mot 3 % og 17 % i fjor.



Figur 3.7: Kontrollpremie på Oslo børs ved kjøp av majoriteten av aksjene i et selskap



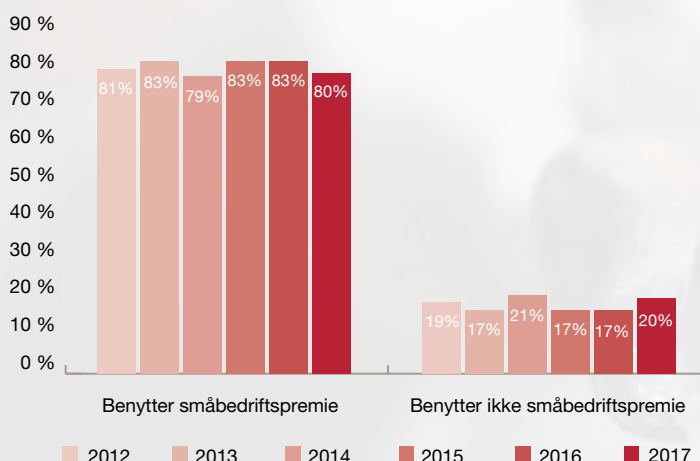
3.5. Småbedriftspremie

Undersøkelsen viser at 80 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 3.8. Dette er i tråd med tidligere år.

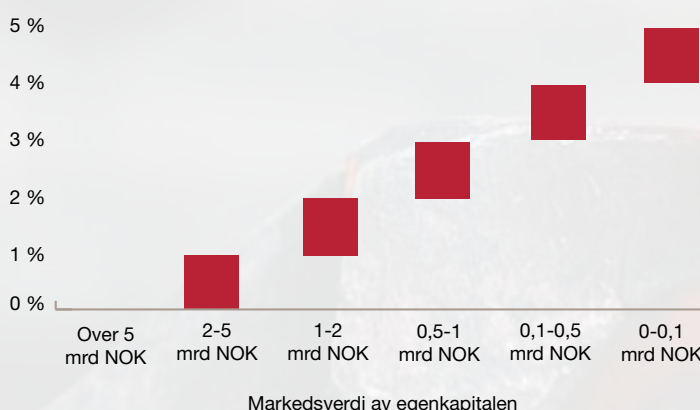
Respondentene som mener at det bør benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet ble spurt om å angi den prosentvise størrelsen på premien gitt selskapets markedsverdi. Figur 3.9 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondentene som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

I tråd med forventningen øker størrelsen på småbedriftspremien jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 3.10 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2015, 2016 og 2017 gitt de ulike intervallene i markedsverdi. I årets undersøkelse er median for småbedriftspremien på 4 % - 5 % for selskaper med en markedsverdi fra 0-0,1 mrd NOK. Dette er en økning fra fjorårets undersøkelse der median for småbedriftspremien var 3 % - 4 % for alle de minste selskapene med en markedsverdi fra 0-0,5 mrd NOK, men i tråd med tidligere år.

Figur 3.8: Småbedriftspremie



Figur 3.9: Småbedriftspremie – Median



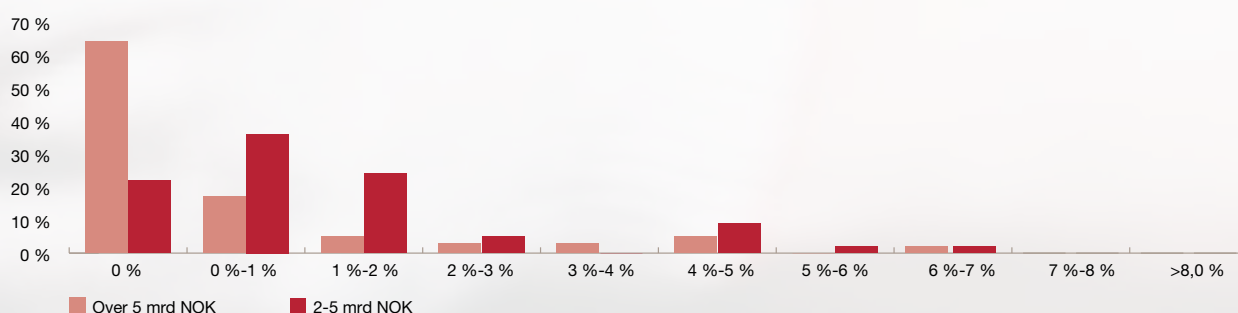
Tabell 3.10: Småbedriftspremie 2015-2017

	2015		2016		2017	
	Gjennomsnitt	Median	Gjennomsnitt	Median	Gjennomsnitt	Median
Egenkapital over 5 mrd NOK	0,4 %	–	0,8 %	–	0,7 %	–
Egenkapital 2-5 mrd NOK	1,0 %	0% - 1%	1,4 %	0% - 1%	1,3 %	0% - 1%
Egenkapital 1-2 mrd NOK	1,7 %	1% - 2%	2,0 %	1% - 2%	1,9 %	1% - 2%
Egenkapital 0,5-1 mrd NOK	2,6 %	2% - 3%	3,0 %	2% - 3%	2,6 %	2% - 3%
Egenkapital 0,1-0,5 mrd NOK	3,8 %	3% - 4%	3,7 %	3% - 4%	3,4 %	3% - 4%
Egenkapital 0-0,1 mrd NOK	5,1 %	4% - 5%	4,6 %	3% - 4%	4,6 %	4% - 5%

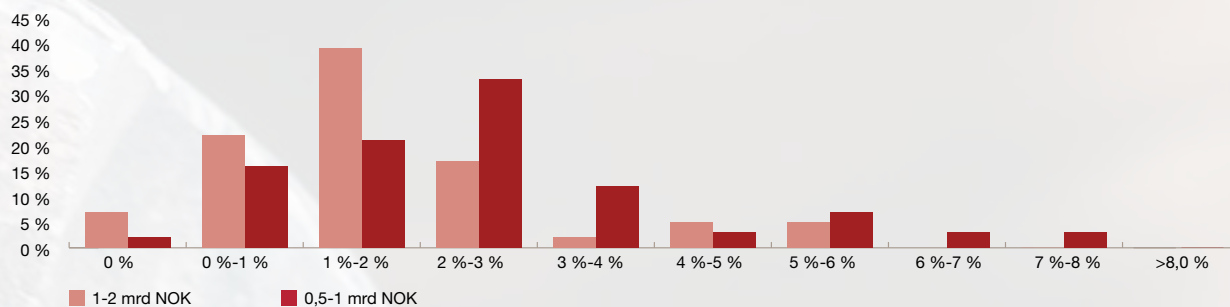
80 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Det er større variasjon mellom hva respondentene mener er gjeldende småbedriftspremie for selskaper med lavere markedsverdi sammenlignet med høyere markedsverdi. Figurene 3.11-3.13 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

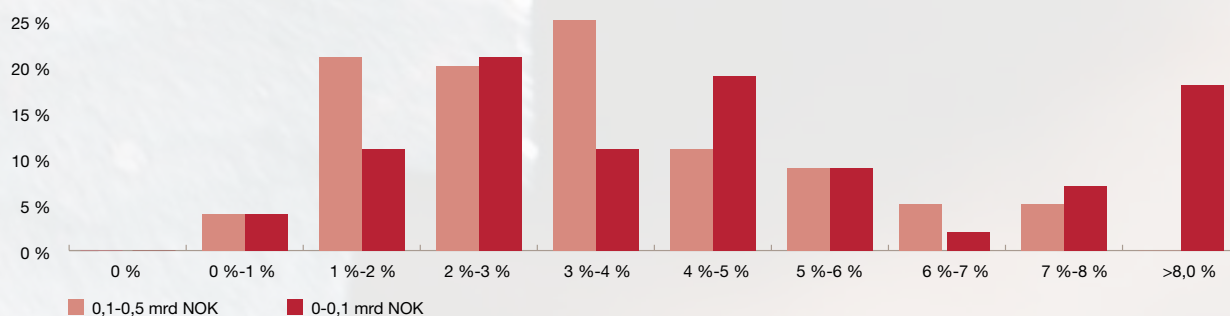
Figur 3.11: Småbedriftspremie verdi markdsverdi over 5 mrd og 2-5 mrd



Figur 3.12: Småbedriftspremie verdi markdsverdi 1-2 mrd og 0,5-1 mrd



Figur 3.13: Småbedriftspremie verdi markdsverdi 0,1-0,5 mrd og 0-0,1 mrd



47 % mener at det bør benyttes 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning

3.6. Investeringshorisont

Median investeringshorisont er på 6-8 år, tilsvarende som i undersøkelsen i 2013 til 2016. Enkelte kommenterer at investeringshorisont avhenger av formål, riskovilje og markedssituasjon.

Det er betydelig spredning i respondentenes syn på hvor lang investeringshorisont man bør ha ved aksjeinvesteringer, se figur 3.14. Et gjennomsnitt av respondentenes svar gir en horisont på 8,7 år, en økning fra fjorårets undersøkelse med en horisont på 7,7 år.

3.7. Langsiktig inflasjonsforventning

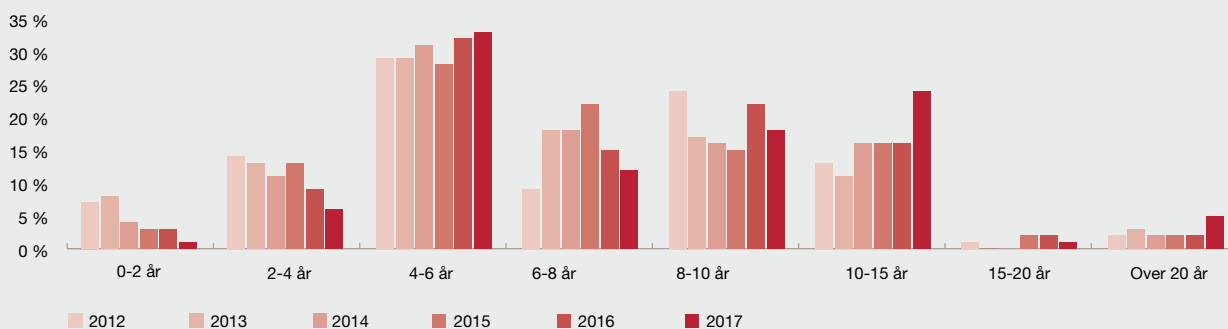
Forventet langsiktig inflasjon basert på median er på 2,0 %, en nedgang fra 2,25 % i fjorårets undersøkelse.

Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være 2,0 % har økt fra 41 % til 47 % fra 2016 til 2017. Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % har økt fra 35 % i 2015, 42 % i 2016 til 45 % i 2017.

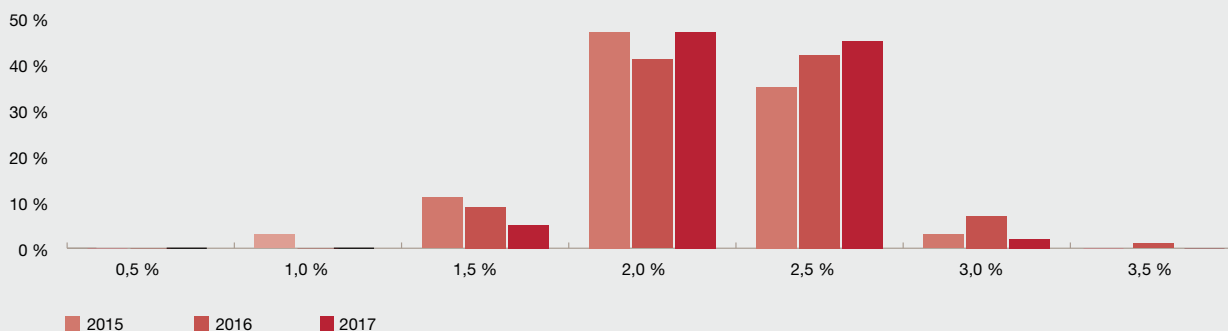
Respondentene som svarer 2,5 % kommenterer at dette benyttes siden dette er i samsvar med Norges Banks inflasjonsmål.

Spredningen i svarene er mindre i år, sammenlignet med tidligere år. 92 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,0 % eller 2,5 % som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 82 % i 2015 og 2016.

Figur 3.14: Investeringshorisont for å investere i aksjer



Figur 3.15: Langsiktig inflasjonsforventning



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

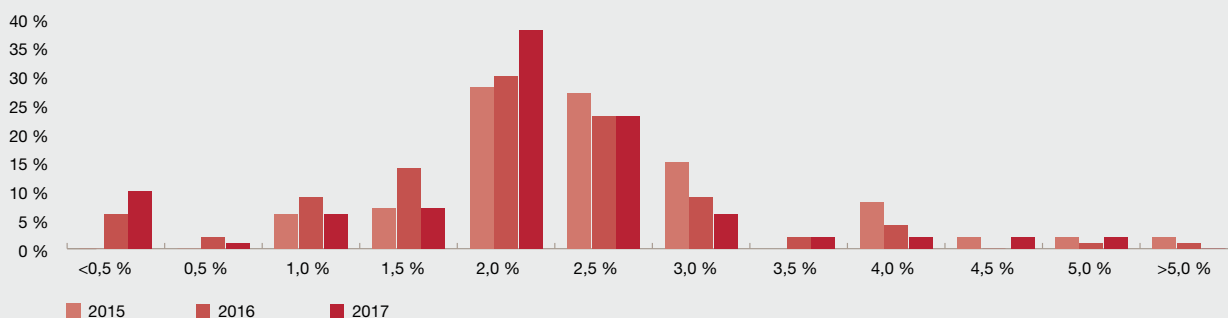
3.8. Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

Medianen viser at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 38 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate, en økning fra 30 % i 2016. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % er uendret fra i fjor (23 %).

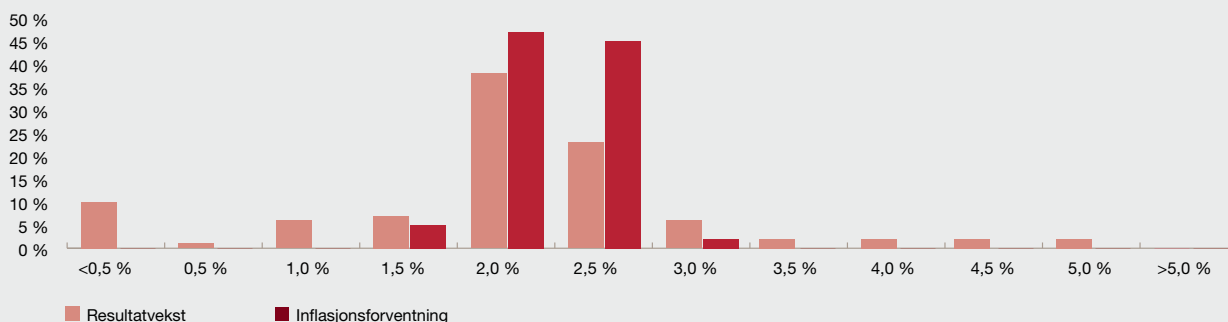
Flere respondenter kommenterer at den langsiktige vekstraten avhenger av bransje og hvilket selskap man verdsetter.



Figur 3.16: Vekstrate i terminalleddet



Figur 3.17: Vekstrate og inflasjonsforventning 2017



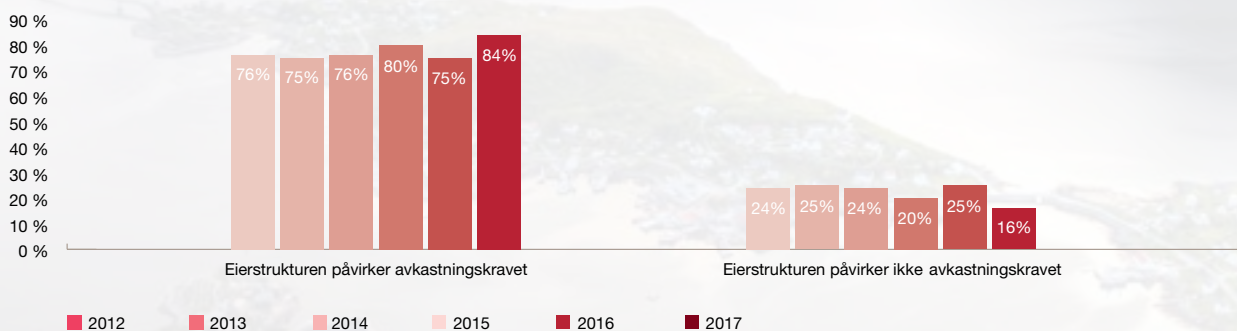
84 % av respondentene mener at eierstruktur påvirker avkastningskravet.

3.9. Eierstrukturs påvirkning på avkastningskravet

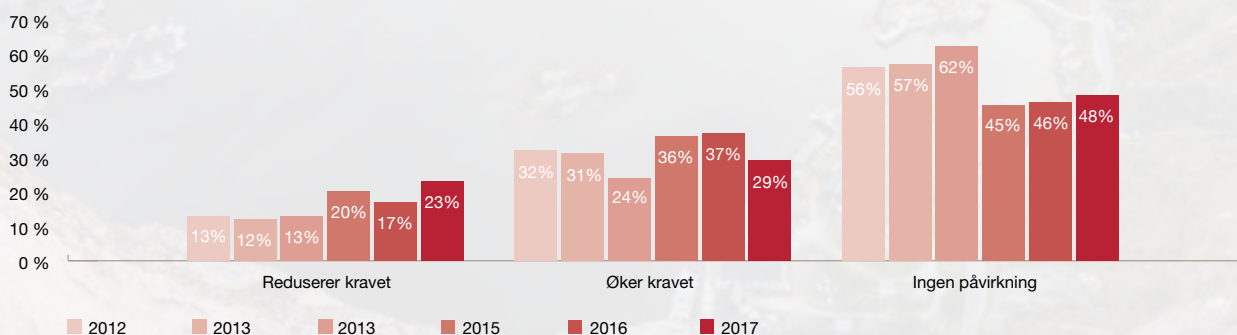
84 % av respondentene mener at eierstrukturen i et selskap påvirker avkastningskravet.

I undersøkelsen stilles det også spørsmål om hvilken effekt statlig eierskap har på avkastningskravet for enkeltelskaper. Andelen som mener at statlig eierskap ikke har påvirkning på avkastningskravet er 48 % i årets undersøkelse. 29 % mener at statlig eierskap øker avkastningskravet og dermed reduserer verdien av selskapet, mens 23 % mener at kravet reduseres og dermed øker verdien av selskapet. Det er færre som mener at statlig eierskap øker avkastningskravet sammenlignet med 2015 og 2016 (henholdsvis 36 % og 37 %).

Figur 3.18: Eierstruktur og påvirkning på avkastningskravet



Figur 3.19: Statlig eierskaps påvirkning på avkastningskravet



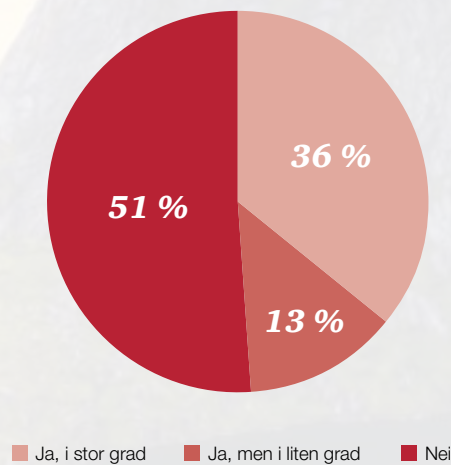
49 % av respondentene legger større vekt på selskapenes vilje til å betale utbytte i dag enn for fem år siden.

3.10. Vekt på selskapenes vilje til å betale utbytte

Respondentene har delte meninger om hvorvidt de legger større vekt på selskapenes vilje til å betale utbytte i dag enn for fem år siden. 49 % av respondentene svarer at de legger større vekt på dette i dag. 13 % svarer at dette gjelder i stor grad.

En respondent svarer at han/hun legger større vekt på utbytte i dag enn for fem år siden, fordi lavere vekst og lav rente setter mer fokus på utbytte.

Figur 3.20: Vekt på selskapens vilje til å betale utbytte

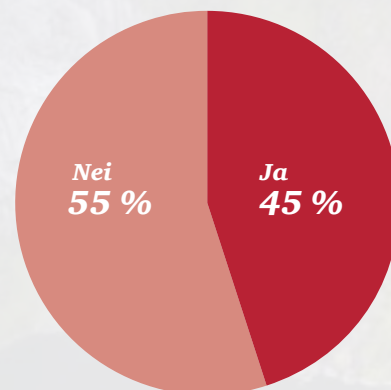


3.11. Miljø og bærekraft

Respondentene er delte i oppfattelsen om det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for selskaper som har svak prestasjon tilknyttet miljø og bærekraft. 45 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet, se figur 3.21.

Flere respondenter kommenterer at miljø og bærekraft vil bli viktigere i årene som kommer, og at det vil påvirke risikobildet til bedriftene.

Figur 3.21: Påslag i avkastningskravet for selskaper med svak performance knyttet til miljø og bærekraft



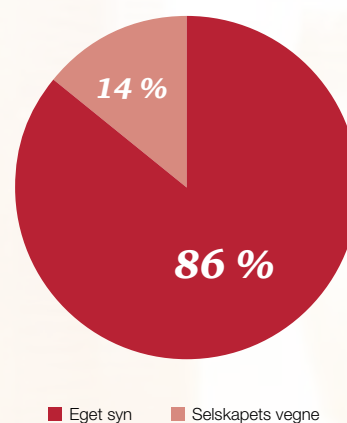
4 Utvalg

Utvalget for undersøkelsen er Norske Finansanalytikeres Forenings (NFFs) medlemmer. NFF er et nettverk av analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Nettverkets medlemmer har gode forutsetninger for å besvare undersøkelsen. Dette er aktører som i stor grad utarbeider analyser, verddivurderinger og gir finansielle råd til aktører i det norske markedet. Således kan deres formening gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i det norske markedet.

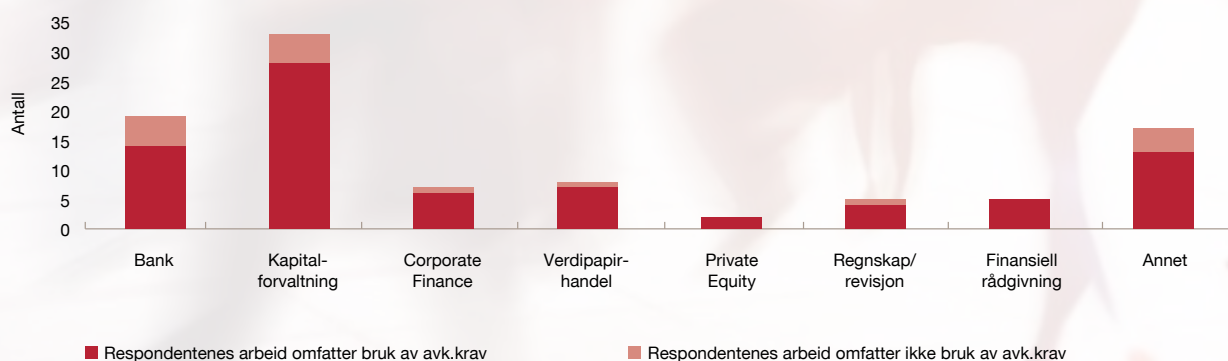
Totalt ble undersøkelsen sendt til ca 1 200 e-postadresser, og i perioden 27. oktober til 20. november 2017 mottok vi 96 svar. Dette tilsvarer en svarprosent på 8,4 %. Undersøkelsen er gjennomført i månedsskiftet oktober/november også tidligere år.

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 og bank (henholdsvis 34 % og 20 %), se figur 4.2. 82 % av respondentene oppgir at de arbeider med investeringer, verddivurderinger eller andre oppgaver som innbefatter bruk av avkastningskrav. 86 % av respondentene har svart på vegne av eget syn, mens 14 % har svart på selskapets vegne.

Figur 4.1: Respondentkarakteristikk



Figur 4.2: Respondenter fordelt på arbeidsområde





5 Definisjoner og tilnærming

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

Egenkapitalens avkastningskrav

Avkastningskravet for egenkapitalen (r_e) er gitt ved CAPM:

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

der r_f = risikofrirente, 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.

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 2016.

Det finnes to tilnærminger som vanligvis anvendes ved undersøkelser for nivået på risikopremien på aksjemarkedet; måling av premien «ex post» eller «ex ante». Måling av risikopremien «ex post» innebærer i korthet sammenligning av avkastning oppnådd gjennom kapitalplasseringer i aksjeforfølger over lengre perioder og avkastning oppnådd ved kapitalplassering i risikofrie instrumenter over lengre perioder.

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 kontantstrøm-estimer 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 tilleggsv verdier gjennom utvikling av synergier med andre virksomheter. Når en skal vurdere nivået på kontrollpremiens 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 2,5 %. Det vil ikke være én indikator som i alle situasjoner kan gi et riktig bilde av det underliggende prispresset, derfor benytter Norges Bank KPI-JAE og KPIXE i tillegg til et rent mål på KPI i vurderingen av underliggende inflasjon. KPI-JAE publiseres av Statistisk Sentralbyrå og er et mål på KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Bank har siden 2008 publisert KPIXE, KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.

Undersøkelsen kartlegger respondentenes forventning til langsiktig inflasjon i det norske markedet. Langsiktig inflasjonsforventning er i denne undersøkelsen definert som forventning til fremtidig inflasjon lenger enn fem år frem i tid.

Langsiktig vekstrate i terminalleddet i Gordons vekstformel

Gordons vekstformel antar at verdien av en fremtidig evig kontantstrøm er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. Formelen benyttes ofte for å beregne en terminalverdi, TV_t , på et gitt tidspunkt, t , der det forutsettes at fremtidige årlige kontantstrømmer, CF_t , vokser med en årlig konstant rate g . Når avkastningskravet er lik w , uttrykkes sammenhengen mellom verdi, kontantstrøm, vekst i kontantstrøm og avkastningskrav slik:

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

Formelen kan også benyttes for å beregne prisen på aksje. Kontantstrømmene vil da ta form av fremtidige utbyttebetalinger som vokser med en årlig konstant nominell vekstrate. Undersøkelsen kartlegger hvilken nominell resultatvekst (g) respondentene vil benytte når de gjør beregninger ved hjelp av Gordons vekstformel. Langsiktig nominell resultatvekst er i denne undersøkelsen definert som forventning til fremtidig resultatvekst lenger enn fem år frem i tid.



Om NFF

Norske Finansanalytikeres Forening ble stiftet i 1968. Foreningen har 1 200 medlemmer.

Av aktiviteter kan nevnes:

- AFA-studiet
- Rente- og porteføljevaltningskurs
- Stockman-prisen og publikasjonsutgivelser
- Selskapspresentasjoner
- Frokostmøter
- Seminarer

Foreningens formål er blant annet å:

- Bidra til allmenn forståelse av kapitalmarkedets funksjon og betydning for norsk økonomi
- Bidra til gode rammebetingelser og et 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

Kontaktinformasjon



Guri Angell-Hansen

E: guri.angell-hansen@finansanalytiker.no

Om PwC Deals

PwC Deals er ledende innen transaksjonsrådgivning og hjelper investorer med å forstå grunnleggende finansielle antakelser forbundet med transaksjoner; ved oppkjøp, fusjoner, fisjoner, salg, emisjoner og børsnoteringer.

Vi leverer et bredt spekter av verdivurderingstjenester, og bistår virksomheter med finansiell modellering og utvikling av dynamiske modeller for en rekke formål.

PwCs tjenester innen verddivurderinger 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



Christine Herchenröder Arnesen

E: christine.h.arnesen@pwc.com



Karen Fastbø

E: karen.fastbo@pwc.com



Martin Hoang Nguyen

E: martin.nguyen@pwc.com



Morten Mjelde

E: morten.mjelde@pwc.com



Per Sigmund Alfsen

E: per.sigmund.alfsen@pwc.com

