

Risikopremien

i det

norske

markedet

Desember
2021

■ ■ ■ NORSKE
■ ■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ ■ FORENING

Innhold

1	Introduksjon	3
2	Oppsummering av årets undersøkelse	4
3	Utvalg	6
4	Resultater fra undersøkelsen	7
	4.1 Risikofri rente i avkastningskravet	7
	4.2 Markedsrisikopremie	8
	4.3 Beregnet risikopremie på Oslo Børs	9
	4.4 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie	10
	4.5 Småbedriftspremie	11
	4.6 Langsiktig inflasjonsforventning	13
	4.7 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell	14
	4.8 Kontrollpremie	15
	4.9 Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet	16
	4.10 Miljø og bærekraft	17
	4.11 Risikofaktorer i det norske markedet	18
	4.12 IFRS 16	19
5	Definisjoner og tilnærming	21
6	Implisitt markedsrisikopremie på Oslo Børs	25

1

Introduksjon

For ellevte år på rad har PwC, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), gjennomført undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet». Undersøkelsen er basert på svar fra 144 av NFFs 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:

- › Hvordan hensyntas miljø og bærekraft i verdsettelse?
- › Hvordan håndteres IFRS 16 i verdsettelse, både når det gjelder kontantstrømsanalyse og multipler?

Nytt av året er en beregning av den implisitte risikopremien på Oslo Børs. Dette er et supplement til markedsrisikopremien som fremgår av undersøkelsen.



Undersøkelsen baseres på svar fra 144 av NFFs ca. 1 000 medlemmer

- › Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5,0 %. Gjennomsnittet er uendret fra 2020, på 4,8 %.
- › 10-årig statsobligasjon er som tidligere det vanligste å benytte som risikofri rente i det norske markedet. Andelen som benytter denne har gått noe ned fra fjorårets nivå på 42 %, til 39 % i årets undersøkelse.
- › 26 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 88 % av disse bruker en normalisert langsiktig risikofri rente mellom 1,0 % og 3,0 %, hvor 3,0 % er mest brukt (43 %). Tilsvarende tall for 2020 har større spredning, men 3,0 % var også da mest brukt (29 %).
- › 46 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 55 % at økt risikofri rente medfører økt markedsrisikopremie.
- › 77 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie), ned fra 85 % i fjor.
- › Kontrollpremien på Oslo Børs fremstår uendret fra i fjor, hvor majoriteten mener at kontrollpremien bør være mellom 20 - 30 %.
- › 68 % av respondentene mener at man bør benytte 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning.
- › Median av vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell er 2,0 %, i tråd med medianen av langsiktig inflasjonsforventning. Begge tilsvarer fjorårets resultater.
- › På lik linje med tidligere år, mener de fleste respondentene (68 %) at eierstruktur påvirker avkastningskravet på enkelt-selskaper. Andelen var noe høyere de tidligere årene (77 - 80 %).
- › 77 % 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:
 1. Inflasjon (21 %)
 2. Oljeprisfall (20 %)
 3. Renteendring (18 %)
- › Flertallet av respondentene har ikke tatt stilling til hvordan innføringen av ny leasingstandard (IFRS 16) skal håndteres i en diskontert kontantstrøm eller i en multipelanalyse sammenlignet med gammel standard (IAS 17).

5 %

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

26 %

26 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente.

77 %

77 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Tema	2021		2020	
	Hovedfunn	Svarprosent	Hovedfunn	Svarprosent
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,8 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt 4,8 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	39 % 26 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	42 % 25 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	46 % 54 %	Ja Nei	45 % 55 %
Småbedriftspremie	Benyttes	77 %	Benyttes	85 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median: 0 %		Median: 0 %	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median: 0-1 %		Median: 0-1 %	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median: 1-2 %		Median: 1-2 %	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median: 2-3 %		Median: 2-3 %	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median: 3-4 %		Median: 3-4 %	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median: 4-5 %		Median: 4-5 %	
Inflasjon	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,1 %		Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,0 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdmodell	Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,1 %		Median: 2,0 % Gjennomsnitt: 2,0	
Kontrollpremie	Median: 20 % - 30 %		Median: 20 % - 30 %	
Eierstruktur	Påvirker avkastnings- kravet	68 %	Påvirker avkastnings- kravet	77 %
Hensyntar svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja, i avkastningskrav og/ eller kontantstrøm Nei	77 % 23 %	Ja, påslag i avkastningskrav Nei Annen måte	55 % 34 % 11 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	Inflasjon Oljeprisfall Renteendring	21 % 20 % 18 %	COVID-19 Oljeprisfall Relativt høye Pris/Bok- multipler etter lang op- pgangsperiode i markedet	29 % 21 % 11 %
IFRS 16 og diskontert kontantstrøm	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	30 % 16 % 52 % 3 %		
IFRS 16 og multiplanalyse	IFRS 16: IAS 17: Gjør ingen justering: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	27 % 8 % 6 % 55 % 4 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	27 % 17 % 52 % 4 %

3

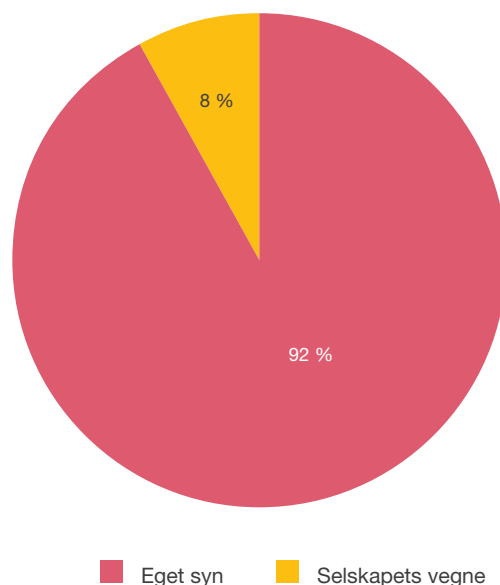
Utvalg

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, 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 i det norske markedet.

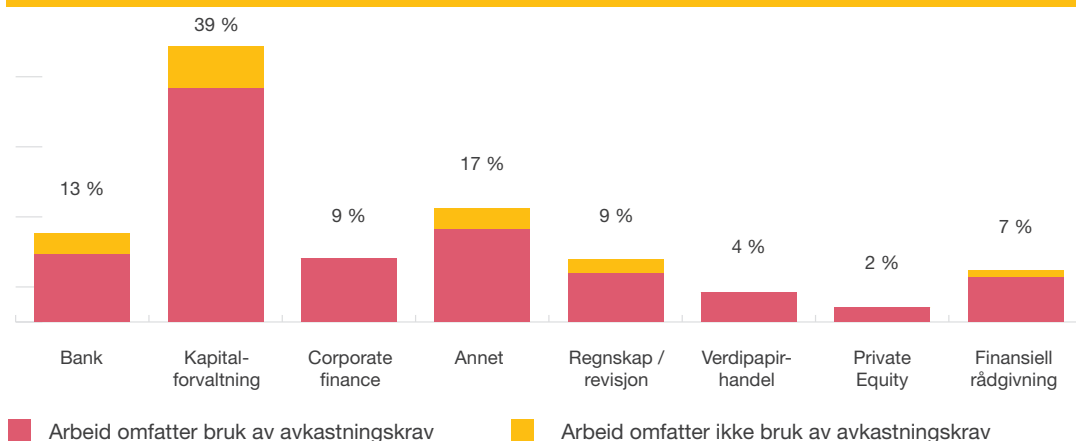
Totalt ble undersøkelsen sendt til 968 e-post-adresser. 144 fullstendige svar ble mottatt i perioden 29. oktober til 19. november i 2021. Dette tilsvarer en svarandel på 15 %. Undersøkelsen er også gjennomført i måneds-skiftet oktober/november tidligere år.

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 arbeids-områder. 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 Andel respondenter per arbeidsområde



4

Resultater fra undersøkelsen

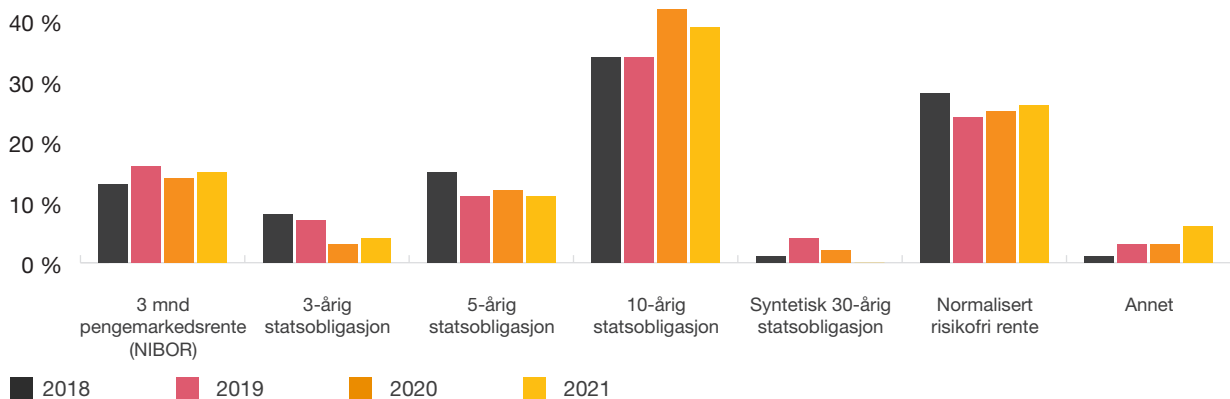
4.1 Risikofri rente i avkastningskravet

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

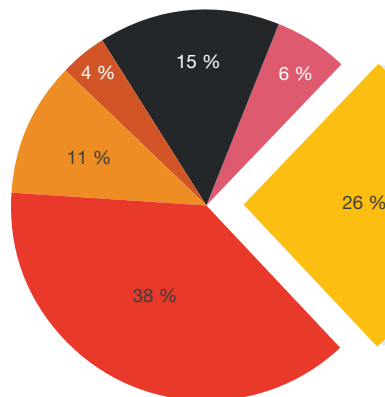
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 39 % i årets undersøkelse, sammenlignet med 42 % i fjorårets undersøkelse.

26 % av respondentene svarer at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, tilnærmet likt som i fjor (25 %). Størst andel (43 %) bruker 3,0 % som normalisert risikofri rente. Medianen for risikofri rente er som i fjor 2,5 %. Til sammenligning er renten på en 10-årig norsk statsobligasjon per 1. november 2021 1,7 %. 94 % av respondentene svarer at de bruker 3,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente. Dette er en noe høyere andel enn i fjor (91 %).

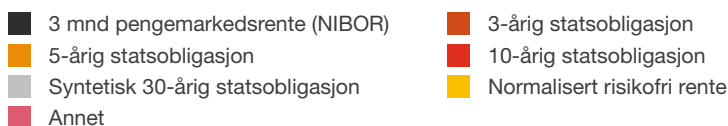
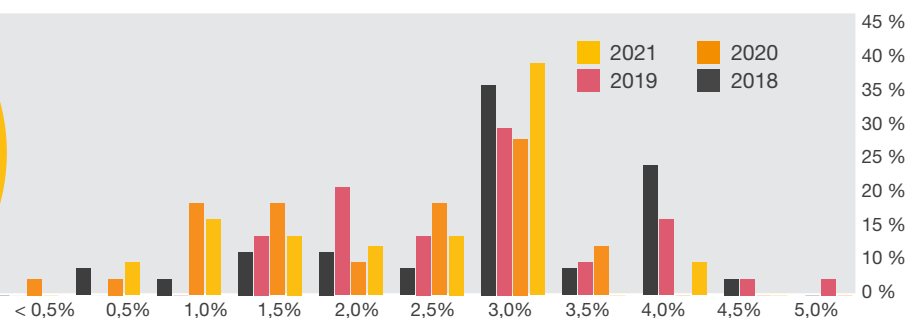
4.1.1 Risikofri rente



4.1.2 Valg av risikofri rente



4.1.3 Spredning innenfor «Normalisert risikofri rente»





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

4.2 Markedsrisikopremie

Nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2021 ligger på 5,0 %.

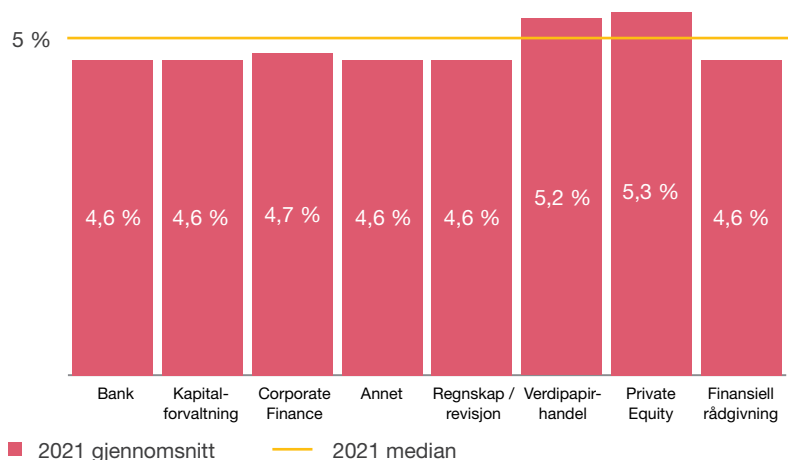
Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført. Tabell 4.2.1 viser nivået på markedsrisikopremien fra 2013 til 2021. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner.

Respondenter innen Private Equity og verdipapirhandel bruker en noe høyere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene. Aktører innen Bank og Kapitalforvaltning, som er de største responsgruppene i undersøkelsen, ligger under medianen. Figur 4.2.2 viser gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

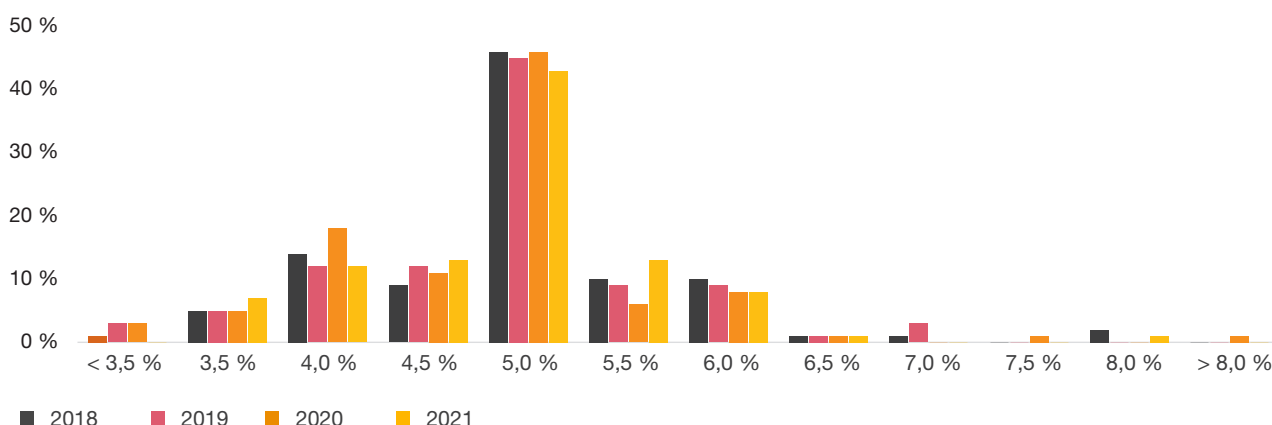
4.2.1 Markedsrisikopremie 2013-2021

	2013	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gjennomsnitt	5,1%	5,2%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%
Median	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kvartil 1	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Kvartil 3	5,5%	5,5%	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%

4.2.2 Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2021



4.2.3 Markedsrisikopremie



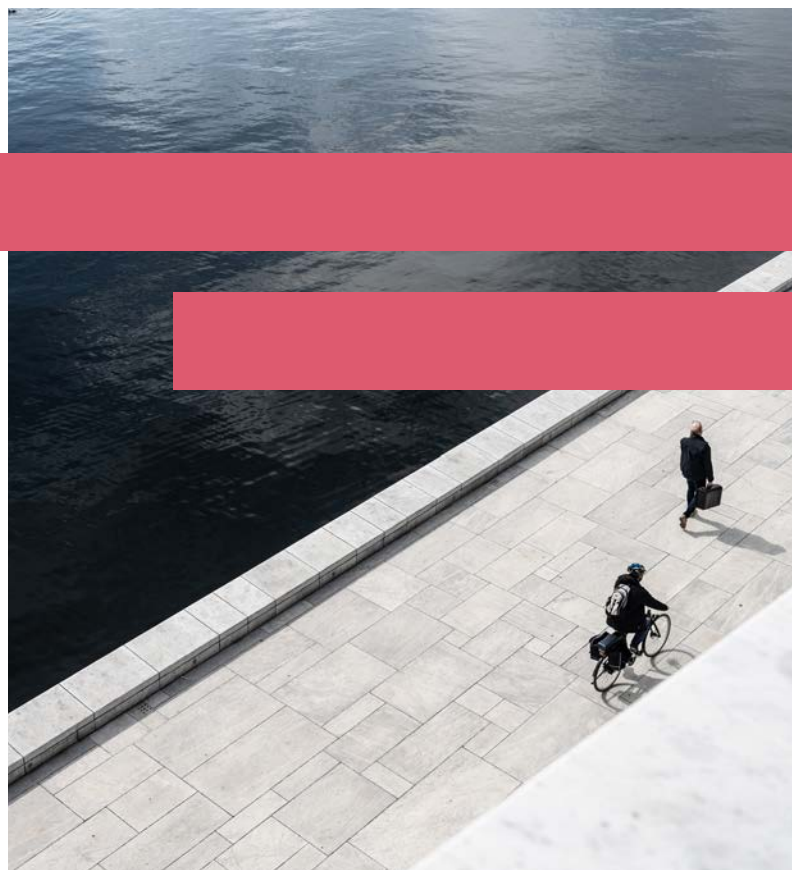


Gjennomsnittlige implisitt risikopremie på Oslo Børs for de fem siste årene er beregnet til å være 5,9 %

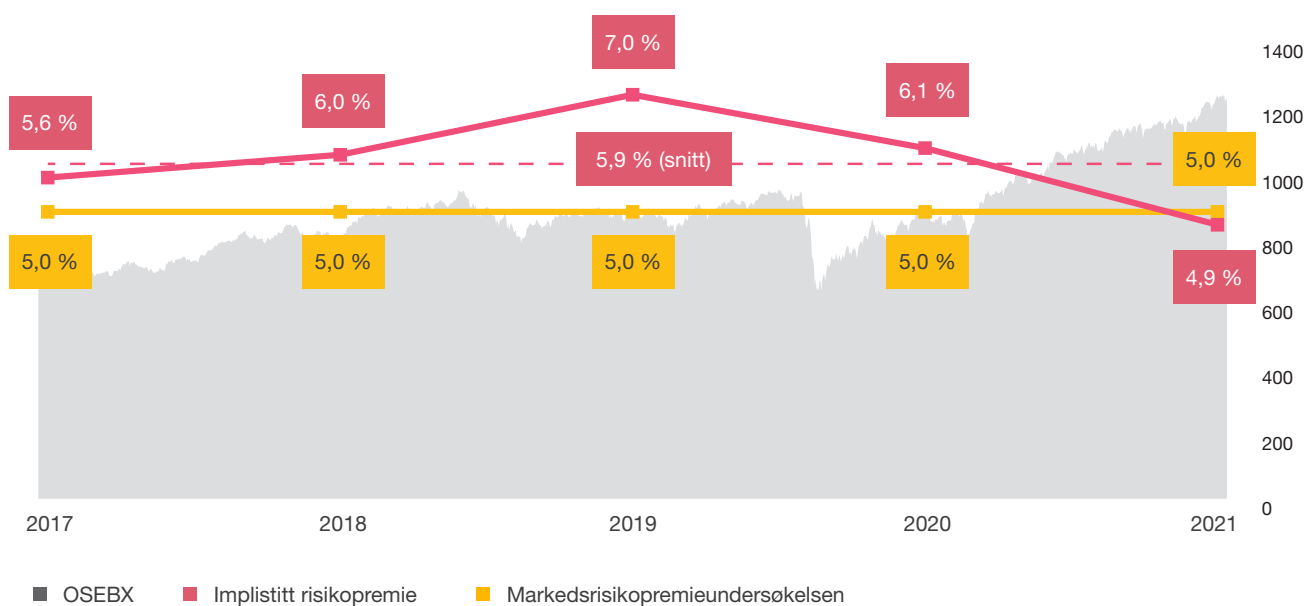
4.3 Beregnet risikopremie på Oslo Børs

I år har vi inkludert en beregning av implisitt risikopremie for Oslo Børs som et supplement til markedsrisikopremien som fremgår av undersøkelsen. Den implisitte markedsrisikopremien er beregnet ved å benytte forventet utbytte per aksje for de 40 selskapene med størst markedsverdi på Oslo Børs. Risikopremien er per 22.11.2021 beregnet til å være 4,6 %.

Risikopremien er redusert med 1,3 prosentpoeng fra samme tid i fjor. Beregnet risikopremie for Oslo Børs er 0,4 prosentpoeng lavere enn medianverdien funnet i undersøkelsen. Detaljer rundt beregningen finnes i del 6.



4.3.1 Implisitt risikopremie på Oslo Børs





46 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres

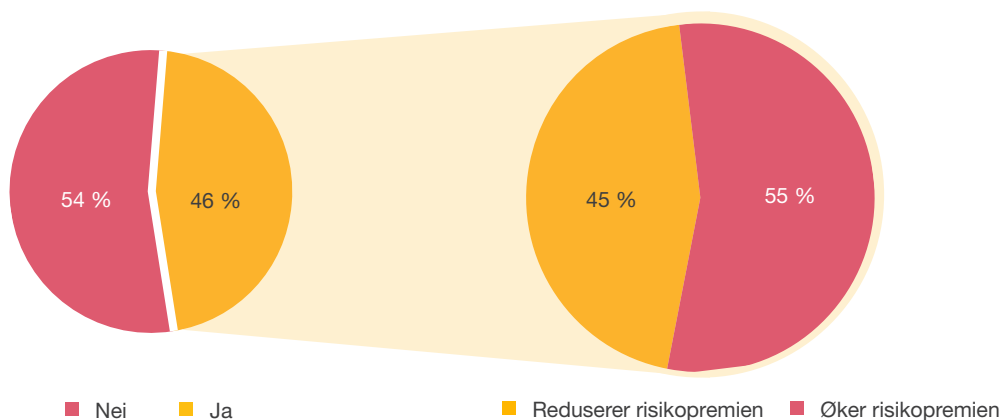


4.4 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

Respondentene er delte i oppfatningen av hvorvidt risikopremien bør endres ved økning i risikofri rente. 46 % mener at en økning i risikofri rente også endrer deres vurdering av risikopremien, se figur 4.4.1. Denne andelen har vært stabil mellom 40 % og 50 % i tidligere års undersøkelser.

Respondentene som mener at økning i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, har ulik oppfatning av hvordan dette påvirker markedsrisikopremien. 55 % svarer at en økning i risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 45 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisikopremien.

4.4.1 Økning i risikofri rente og påvirkning på risikopremien



“ 77 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

4.5 Småbedriftspremie

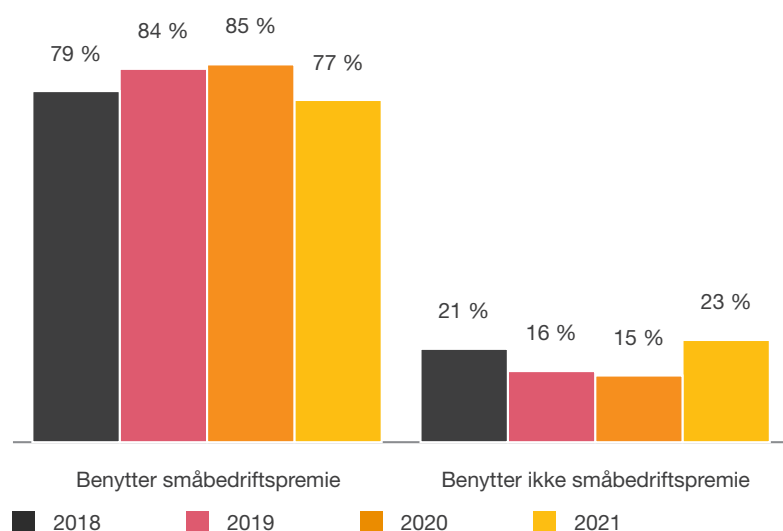
Undersøkelsen viser at 77 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.5.1. Dette er noe lavere enn tidligere år.

Respondentene som mener at det bør benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet ble spurt om å angi den prosentvise størrelsen på premien gitt selskapets markedsverdi. Figur 4.5.2 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondenter som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

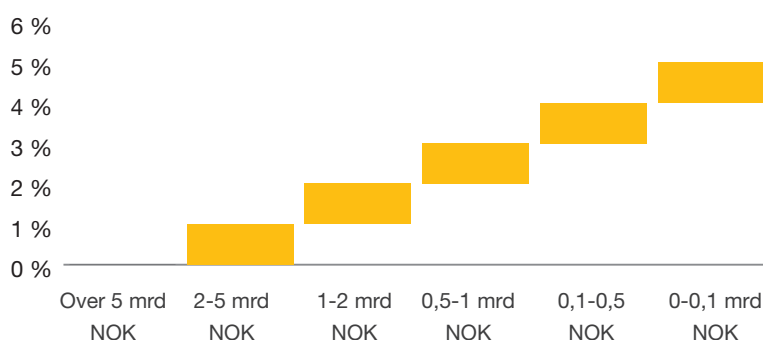
Størrelsen på småbedriftspremien øker jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 4.5.3 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2018 - 2021, gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

Det er større variasjon mellom hva respondentene mener er gjeldende småbedriftspremie for selskaper med lavere markedsverdi sammenlignet med høyere markedsverdi. Figur 4.5.4 og 4.5.5 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

4.5.1 Småbedriftspremie



4.5.2 Småbedriftspremie - Median

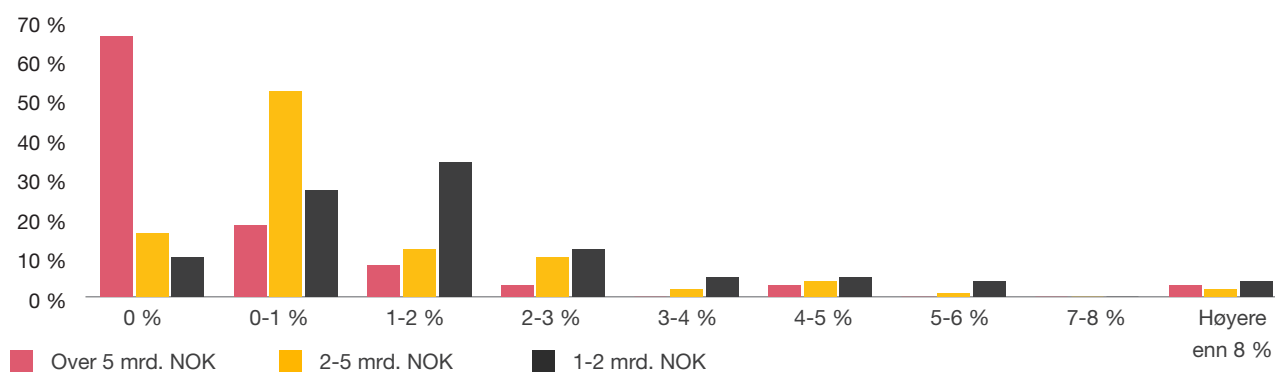


4.5.3 Småbedriftspremie 2018-2021

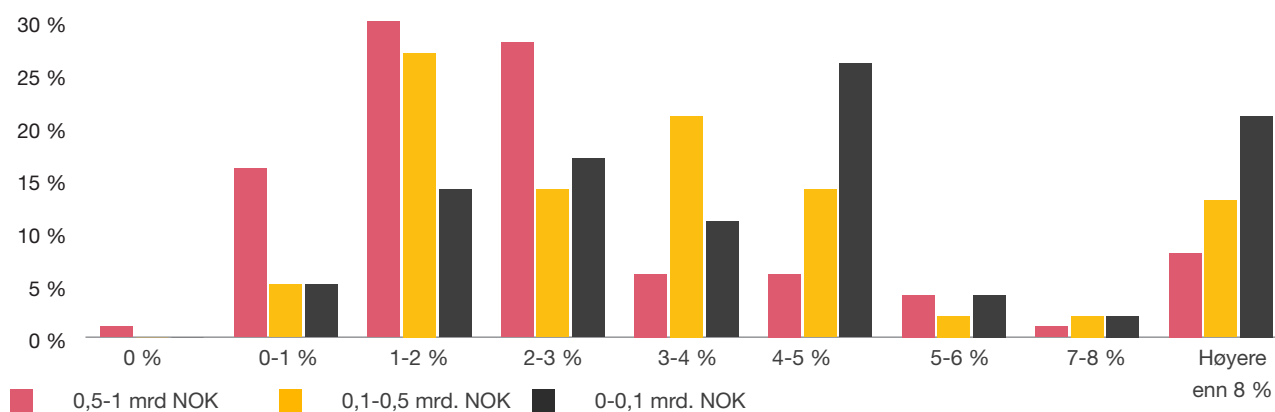
	2018		2019		2020		2021	
Småbedriftspremie	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median	Gj.snitt*	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,6 %	0%	0,6 %	0%	0,8 %	0 %	0,7 %	0 %
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,3 %	0-1%	1,2 %	0-1%	1,5 %	0-1 %	1,3 %	0-1 %
Egenkap. 1-2 mrd NOK	2,0 %	1-2%	1,8 %	1-2%	2,1 %	1-2 %	1,9 %	1-2 %
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	2,9 %	2-3%	2,8 %	2-3%	3,0 %	2-3 %	2,8 %	2-3 %
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	3,7 %	3-4%	3,7 %	3-4%	3,9 %	3-4 %	3,7 %	3-4 %
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	4,7 %	4-5%	4,8 %	4-5%	4,8 %	4-5 %	4,6 %	4-5 %

*Gjennomsnittet er beregnet som midtpunkt i intervallet

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



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



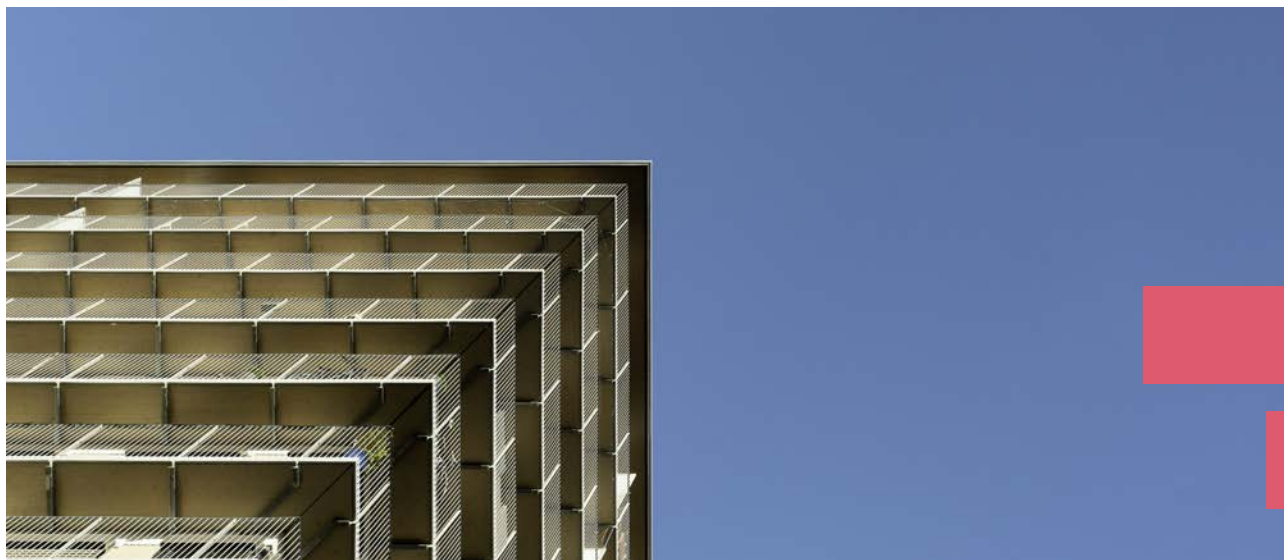
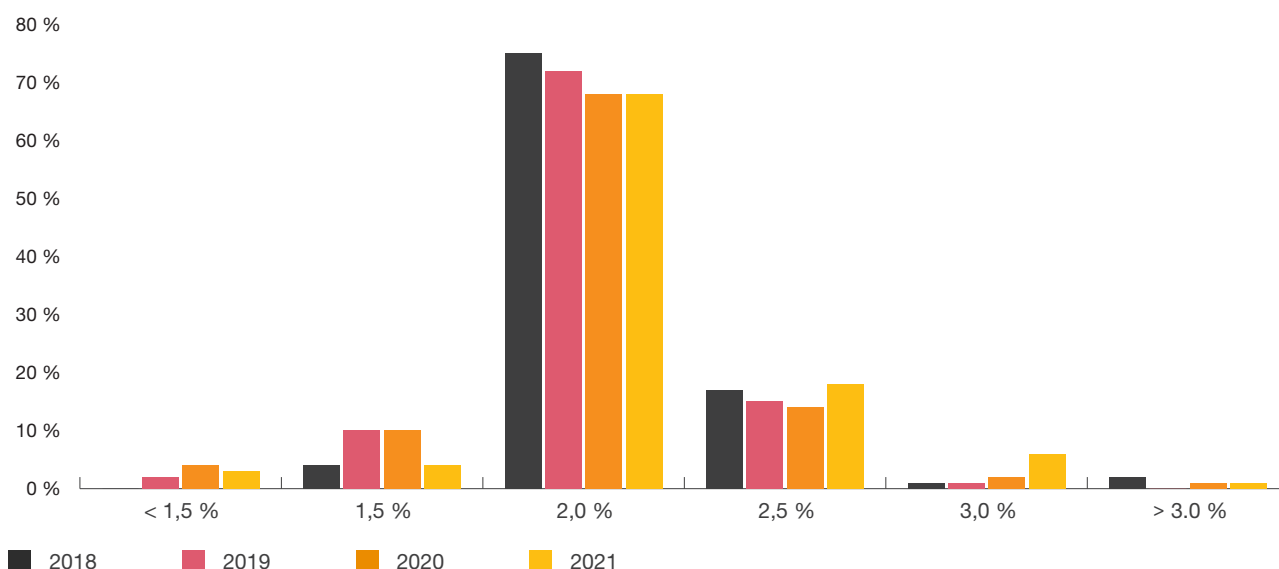
“ 68 % mener at 2,0 % bør benyttes som langsiktig inflasjonsforventning

4.6 Langsiktig inflasjonsforventning

Forventet langsiktig inflasjon basert på median er på 2,0 %, tilsvarende Norges Banks inflasjonsmål. Dette er uendret fra fjorårets undersøkelse. Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være 2,0 % er uendret fra 68 % i fjor.

93 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,0 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 86 % i 2020. 7 % av respondentene mener at 1,5 % eller lavere bør benyttes som inflasjonsforventning, halvert fra i fjor.

4.6.1 Langsiktig inflasjonsforventning





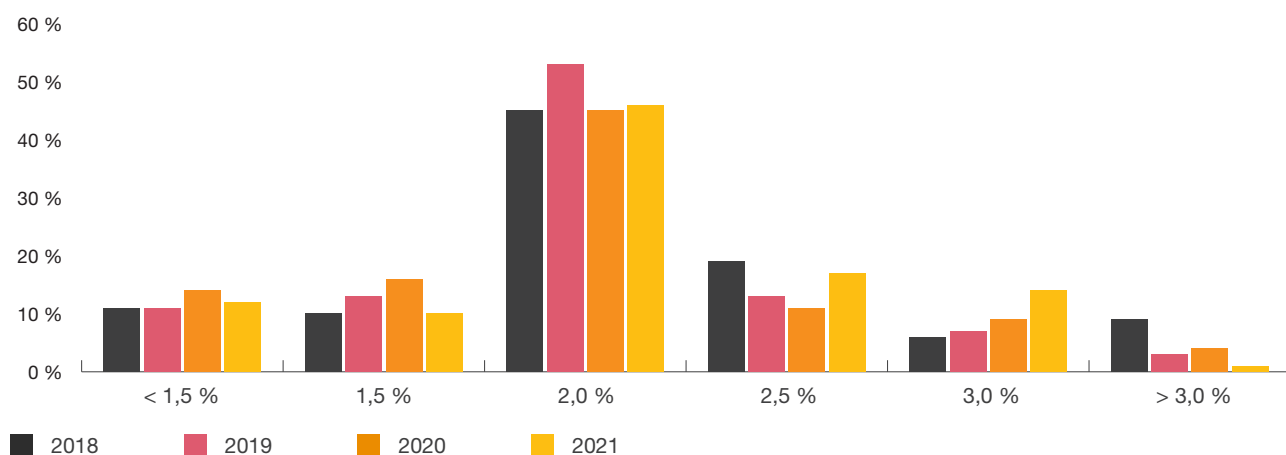
I år, som i fjor, mener respondentene at 2,0 % bør brukes som langsiktig vekstrate i en nåverdimodell

4.7 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

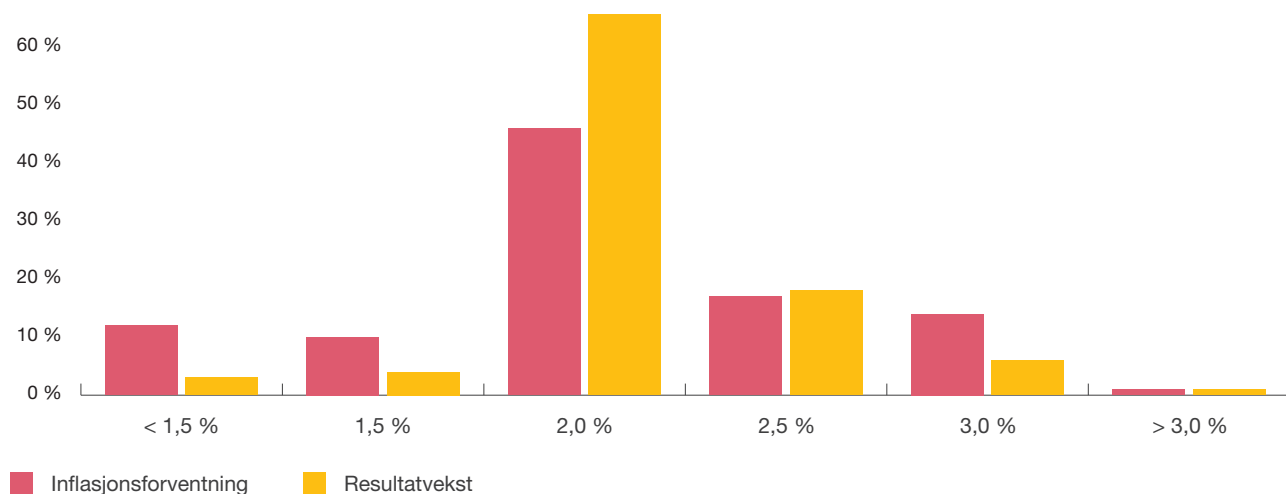
Medianen tilsier at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 46 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate, samme andel som i 2020. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % eller høyere har økt fra i fjor.

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

4.7.1 Vekstrate i terminalleddet



4.7.2 Vekstrate og inflasjonsforventning 2021



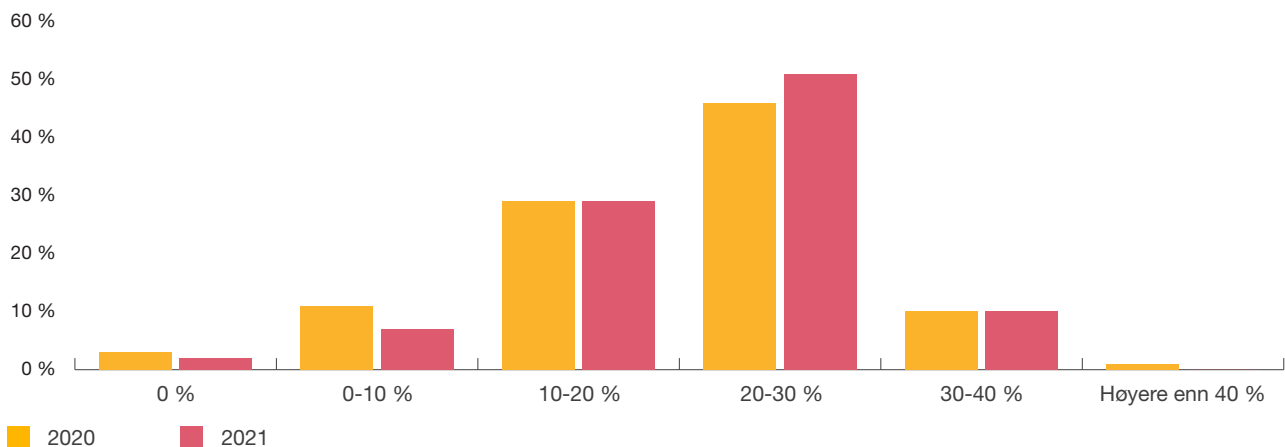
“ Kontrollpremien fremstår uendret på 20 - 30 %

4.8 Kontrollpremie

Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som kontrollpremie på Oslo Børs. Kontrollpremie 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 %. 51 % av respondentene svarer at kontrollpremien bør være i dette intervallet.

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

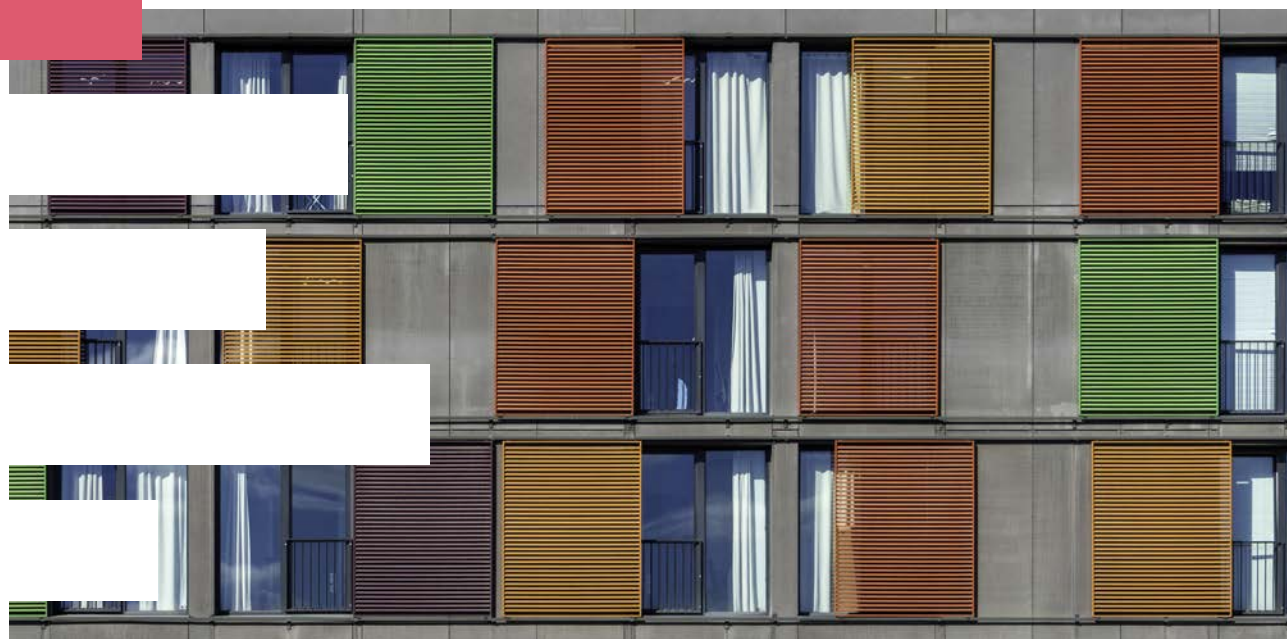
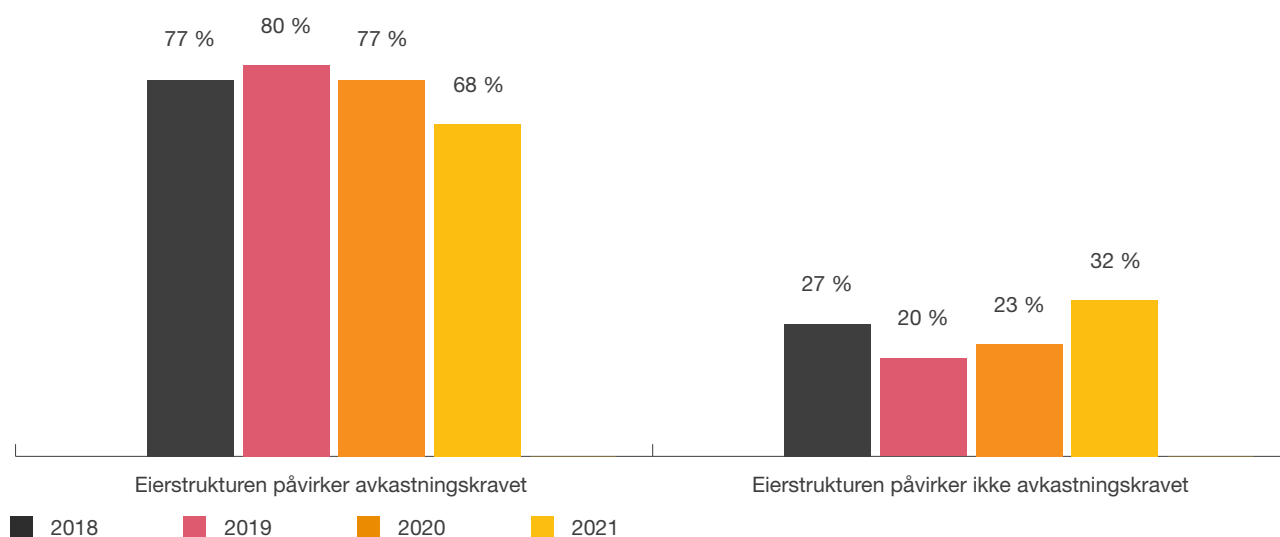


“ 68 % av respondentene mener at eierstruktur påvirker avkastningskravet

4.9 Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet

68 % av respondentene mener at eierstrukturen i et selskap påvirker avkastningskravet. Denne andelen har vært noe høyere de siste tre årene, på 77- 80 %.

4.9.1 Eierstruktur og påvirkning på avkastningskravet



“ 77 % 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

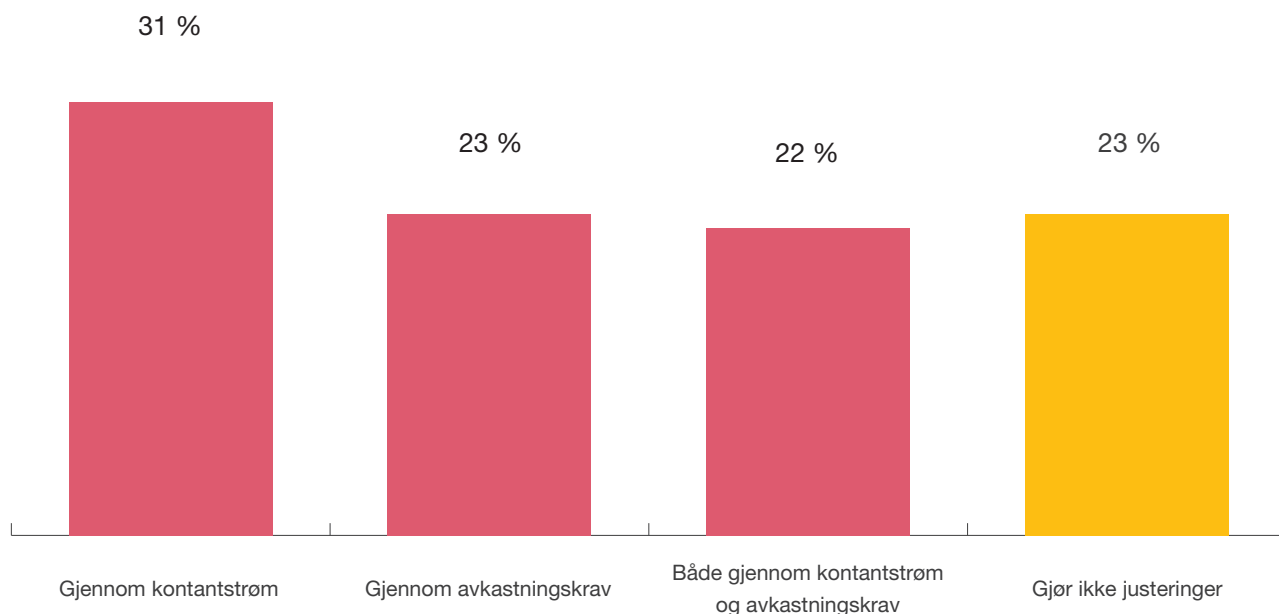
4.10 Miljø og bærekraft

Majoriteten av respondentene justerer kontantstrømmen og/eller avkastningskravet for selskaper med svake prestasjoner tilknyttet miljø og bærekraft (77 %). I 2020 svarte 55 % at de justerer avkastningskravet.

Svarene på spørsmålet var varierte. Flere svarer at de benytter ESG-score fra eksterne kilder, selskapets egne rapporter, interne vurderinger og skjønn.

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?».

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



“ Respondentene mener de tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene er inflasjon, oljeprisfall og renteendringer

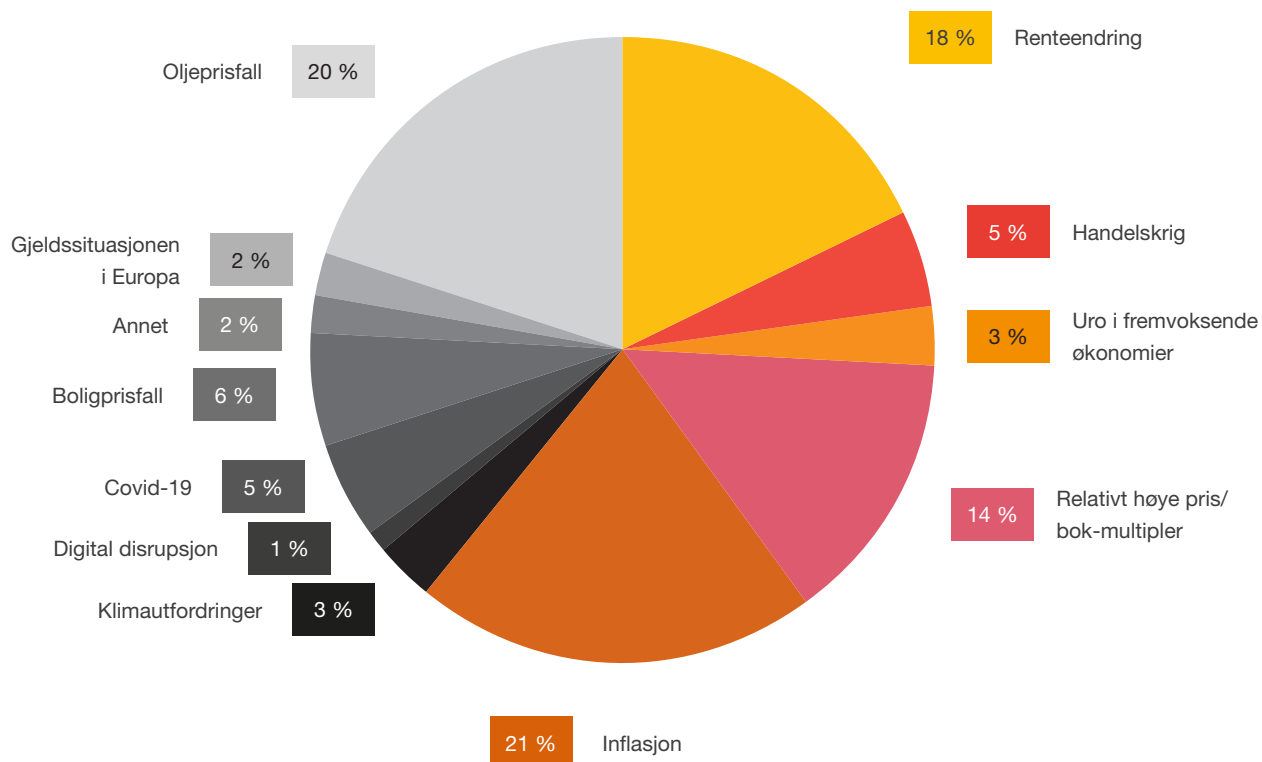
4.11 Risikofaktorer i det norske markedet

Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 21 % mener inflasjon er viktigst, mens henholdsvis 20 % og 18 % peker på oljeprisfall og renteendringer. Til sammenligning var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse Covid-19 (29 %), oljeprisfall (21 %) og relativt høye pris/bok-multipler etter en lang oppgangssperiode i markedet (11 %).

Relativt høye pris/bok multipler og boligprisfall/høy gjeld i norske husholdninger oppnår henholdsvis 14 % og 8 % av respondentenes stemmer. Covid-19 faller til kun 5 % i årets undersøkelse.

Ellers nevner respondentene handelskrig (5 %), uro i fremvoksende økonomier (3 %), og klimautfordringer (3 %) som relevante risikofaktorer det kommende året.

4.11.1 Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet



“ 52 % og 55 % svarer at de ikke har tatt stilling til hvordan IFRS 16 skal håndteres i verdsettelse ved bruk av henholdsvis diskontert kontantstrøm og multipler

4.12 IFRS 16

IFRS 16 ble innført som ny regnskapsstandard fra 1. januar 2019. Den nye standarden krever at leietaker balansefører (nesten) alle leieavtaler. Dermed redefineres mange vanlige finansielle nøkkeltall som EV, EBITDA og EBIT.

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

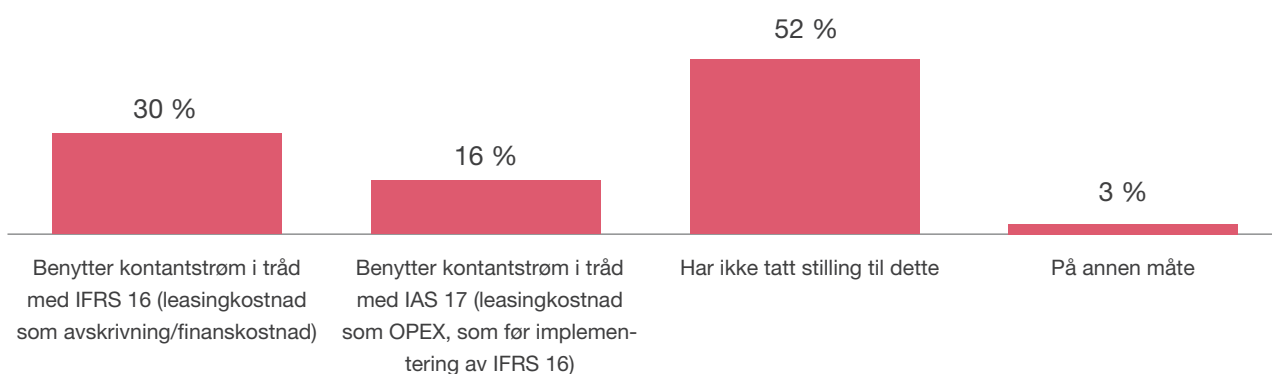
Basert på respondentenes svar er det foreløpig kun 30 % som har begynt å bruke kontantstrømmer i tråd med IFRS 16 i verdsettelse. 52 % av respondentene har ikke tatt stilling til

dette, og 16 % bruker fremdeles kontantstrøm i henhold til gammel standard i verdsettelse. 3 % hensyntar dette på annen måte.

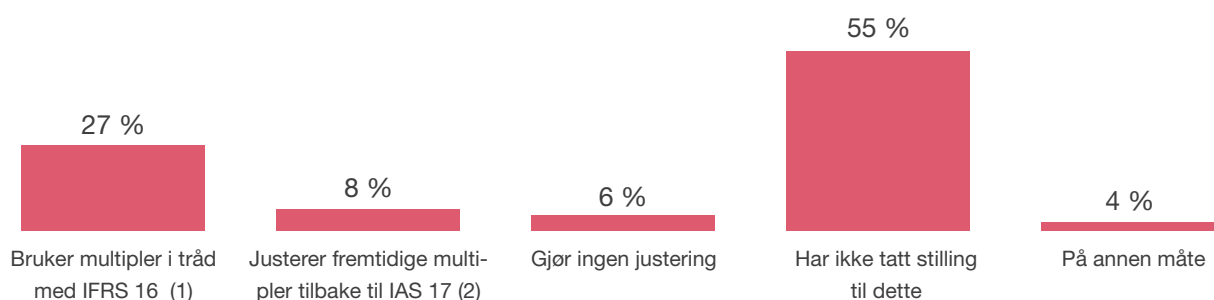
Respondenten ble også spurt om hvordan de håndterer IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler. Her svarte 55 % at de ikke har tatt stilling til dette, 6 % svarte at de ikke gjør noen justering, mens 27 % svarte at de justerer historiske multipler i tråd med IFRS 16 slik at de blir sammenlignbare med dagens multipler. 8 % 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 majoriteten av respondentene ikke har tatt stilling til dette.

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



4.12.2 Håndtering av IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler



(1) Justerer historiske multipler tilsvarende, slik at de blir sammenlignbar

(2) Leasingkostnad som OPEX, EV beregnet som market cap + netto gjeld, ekskludert leasingforpliktelse, som før implementering av IFRS 16



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.

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 2021.

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

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 beslutningsmyndighet 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 ekskludert energivarer og justert for avgiftsendringer. Norges Bank har siden 2008 publisert KPIXE, KPI ekskludert midlertidige endringer i energipriser og justert for avgiftsendringer.

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 aksjer. 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.



Implisitt risikopremie på Oslo Børs

I denne delen redegjøres det for hvordan den implisitte risikopremien på Oslo Børs er beregnet, samt hvilke antagelser som ligger til grunn og hvordan risikopremien endres dersom disse endres.

Ved å ta utgangspunkt i de 40 største selskaper (målt i markedsverdi) på Oslo Børs, kan vi, ved hjelp av utbytteestimer for selskap som dekkes av minst tre analytikere i inneværende år, beregne den forventede direkteavkastningen frem i tid. Kriteriet om antall analytikerestimer gir 28 selskaper som analysegrunnlag.

Metoden benytter Gordons vekstformel, som beskrives nærmere i avsnittet «*Langsiktig vekstrate i terminalleddet i Gordons vekstformel*». Det impliserte avkastningskravet finnes ved å beregne hvilken rente fremtidig dividendeutbetalinger må diskonteres med for å forsvare dagens kurs.

$$P = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} + \frac{(Div_n * 1,02)}{(r - 0,02)(1+r)^n}$$

For å finne avkastningskravet for markedet, vektet de ulike selskaperes impliserte avkastningskrav tilsvarende deres relative størrelse (markedsverdi delt på total markedsverdi). Til slutt trekkes den risikofrie renten fra, i dette tilfellet 10-årig norske statsobligasjoner. Dersom et selskap mangler tilstrekkelig antall analytikerestimat for perioden, antas det at dividenden vil vokse med ulike prosentsatser for de kommende fem årene, de påfølgende fire årene og til slutt en terminalvekst. For 2021 er disse som følger:

2022-2026: 6.3 %

Beregnet basert på historisk median dividendevekst ti år tilbake i tid for de utvalgte selskaperne.¹

2027-2030: 4.1 %

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

Langsiktig: 2 %

Antatt langsiktig vekst

6.1 Implisitt risikopremie på Oslo Børs per 22.11.2021

Selskap	Vekt	Implisitt avkastningskrav
Equinor ASA	26,1 %	5,4 %
DNB Bank ASA	11,8 %	8,6 %
Telenor ASA	7,1 %	10,0 %
Adevinta ASA	6,5 %	2,3 %
Norsk Hydro ASA	4,5 %	8,2 %
Mowi ASA	4,2 %	6,9 %
Yara International ASA	4,1 %	8,3 %
Gjensidige Forsikring ASA	3,9 %	6,8 %
Aker BP ASA	3,8 %	8,0 %
Schibsted ASA	3,6 %	2,7 %
Tomra Systems ASA	3,3 %	2,9 %
Orkla ASA	3,1 %	6,1 %
SalMar ASA	2,6 %	6,9 %
Kongsberg Gruppen ASA	1,8 %	7,4 %
Storebrand ASA	1,5 %	8,3 %
Lerøy Seafood Group ASA	1,4 %	7,3 %
P/F Bakkafrøst	1,4 %	5,0 %
Entra ASA	1,3 %	5,1 %
SpareBank 1 SR-Bank ASA	1,2 %	7,8 %
Scatec ASA	0,9 %	3,3 %
Borregaard ASA	0,8 %	4,1 %
Austevoll Seafood ASA	0,8 %	7,3 %
AF Gruppen ASA	0,8 %	8,5 %
Elkem ASA	0,7 %	6,2 %
Subsea 7 S.A.	0,7 %	8,1 %
SpareBank 1 SMN	0,7 %	7,5 %
Atea ASA	0,6 %	7,2 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	0,6 %	10,3 %
Vektet avkastningskrav	100 %	6,5 %
Risikofri rente (10Y GB NO)		1,6 %
Risikopremie		4,9 %

6.2 Risikopremie på Oslo Børs for ulik forventet utbyttevekst i 2027-2030

Selskap	Forventet utbyttevekst 2027-2030			
	2,1%	3,1%	4,1%	5,1%
Equinor ASA	5,2%	5,3%	5,4 %	5,5%
DNB Bank ASA	8,2%	8,4%	8,6 %	8,7%
Telenor ASA	9,7%	9,9%	10,0 %	10,2%
Adevinta ASA	2,3%	2,3%	2,3 %	2,3%
Norsk Hydro ASA	7,9%	8,0%	8,2 %	8,3%
Mowi ASA	6,6%	6,8%	6,9 %	7,0%
Yara International ASA	8,0%	8,1%	8,3 %	8,4%
Gjensidige Forsikring ASA	6,6%	6,7%	6,8 %	7,0%
Aker BP ASA	7,7%	7,8%	8,0 %	8,2%
Schibsted ASA	2,6%	2,7%	2,7 %	2,7%
Tomra Systems ASA	2,9%	2,9%	2,9 %	3,0%
Orkla ASA	5,9%	6,0%	6,1 %	6,2%
SalMar ASA	6,6%	6,7%	6,9 %	7,0%
Kongsberg Gruppen ASA	7,1%	7,2%	7,4 %	7,5%
Storebrand ASA	8,0%	8,1%	8,3 %	8,5%
Lerøy Seafood Group ASA	7,0%	7,2%	7,3 %	7,4%
P/F Bakkafrøst	4,8%	4,9%	5,0 %	5,1%
Entra ASA	4,9%	5,0%	5,1 %	5,2%
SpareBank 1 SR-Bank ASA	7,5%	7,7%	7,8 %	8,0%
Scatec ASA	3,3%	3,3%	3,3 %	3,4%
Borregaard ASA	3,9%	4,0%	4,1 %	4,1%
Austevoll Seafood ASA	7,0%	7,1%	7,3 %	7,4%
AF Gruppen ASA	8,2%	8,3%	8,5 %	8,6%
Elkem ASA	7,8%	8,0%	6,2 %	8,3%
Subsea 7 S.A.	6,0%	6,1%	8,1 %	6,4%
SpareBank 1 SMN	7,2%	7,4%	7,5 %	7,6%
Atea ASA	6,9%	7,1%	7,2 %	7,4%
Wallenius Wilhelmsen ASA	10,0%	10,1%	10,3 %	10,5%
Vektet avkastningskrav	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%
Risikofri rente (10Y GB NO)	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Risikopremie	4,6%	4,8%	4,9%	5,0%

6.3 Risikopremie på Oslo Børs for ulik forventet langsiktig utbyttevekst

Selskap	Forventet langsiktig utbyttevekst			
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Equinor ASA	4,7%	5,4%	6,2%	7,0%
DNB Bank ASA	7,5%	8,5%	9,2%	9,8%
Telenor ASA	9,5%	10,0%	10,6%	11,1%
Adevinta ASA	1,3%	2,3%	3,3%	4,3%
Norsk Hydro ASA	7,6%	8,1%	8,8%	9,4%
Mowi ASA	6,2%	6,8%	7,6%	8,3%
Yara International ASA	7,7%	8,2%	8,9%	9,5%
Gjensidige Forsikring ASA	6,2%	6,8%	7,5%	8,2%
Aker BP ASA	7,4%	8,0%	8,6%	9,3%
Schibsted ASA	1,7%	2,6%	3,6%	4,6%
Tomra Systems ASA	2,0%	2,9%	3,9%	4,8%
Orkla ASA	5,4%	6,1%	6,8%	7,6%
SalMar ASA	6,2%	6,8%	7,5%	8,2%
Kongsberg Gruppen ASA	6,7%	7,3%	8,0%	8,7%
Storebrand ASA	7,7%	8,3%	8,9%	9,6%
Lerøy Seafood Group ASA	6,7%	7,3%	8,0%	8,6%
P/F Bakkafrøst	4,2%	5,0%	5,8%	6,6%
Entra ASA	4,3%	5,0%	5,9%	6,7%
SpareBank 1 SR-Bank ASA	7,2%	7,8%	8,5%	9,1%
Scatec ASA	2,5%	3,3%	4,2%	5,2%
Borregaard ASA	3,2%	4,0%	4,9%	5,8%
Austevoll Seafood ASA	6,6%	7,2%	7,9%	8,6%
AF Gruppen ASA	7,9%	8,4%	9,1%	9,7%
Elkem ASA	7,5%	6,2%	8,8%	9,4%
Subsea 7 S.A.	5,5%	8,1%	6,9%	7,7%
SpareBank 1 SMN	6,9%	7,5%	8,2%	8,8%
Atea ASA	6,6%	7,2%	7,9%	8,6%
Wallenius Wilhelmsen ASA	9,8%	10,3%	10,9%	11,4%
Vektet avkastningskrav	5,8%	6,5%	7,2%	7,9%
Risikofri rente (10Y GB NO)	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Risikopremie	4,2%	4,9%	5,6%	6,3%



Om NFF

Norske Finansanalytikers Forening ble stiftet i 1968 og har ca. 1000 medlemmer.

Av aktiviteter kan nevnes:

- › AFA-studiet
- › Rente- og porteføljeforvaltningskurs
- › Stockman-prisen og publikasjonsutgivelser
- › Selskapspresentasjoner
- › Frokostmøter
- › Seminarer

Foreningens formål er blant annet å:

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



Mette Lindbæk

470 10 660

mette.lindbaek@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 verdivurderinger inkluderer:

- › Verdivurdering av selskaper og eiendeler
- › Konserninterne transaksjoner
- › Kjøpsprisallokeringer
- › Nedskrivningstester
- › Insitiamentsprogrammer
- › Fairness opinions
- › Restruktureringer

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

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

Kontaktinformasjon:



Henrik Gran

henrik.gran@pwc.com



Karen Fastbø

karen.fastbo@pwc.com



Mads Nymoen Urfe

mads.nymoen.urfe@pwc.com



Ingvild Ahdell Wankel

ingvild.wankel@pwc.com



Loke Hegge

loke.hegge@pwc.com

