



# Risikopremien

i det norske markedet 2024



# Innhold

<b>1. Introduksjon</b>	<b>3</b>
<b>2. Oppsummering av årets undersøkelse</b>	<b>4</b>
<b>3. Utvalg</b>	<b>6</b>
<b>4. Resultater fra undersøkelsen</b>	<b>7</b>
4.1 Risikofri rente i avkastningskravet	7
4.2 Markedsrisikopremie	8
4.3 Endring i risikopremie fra i fjor til i år	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 Miljø og bærekraft	16
4.10 Risikofaktorer i det norske markedet	17
4.11 IFRS 16	18
4.12 Prising av det globale aksjemarkedet	19
<b>Appendiks</b>	<b>20</b>
Definisjoner og tilnærming	21
Om FFN	23
Om PwC Deals	24

# 1. Introduksjon

For fjortende 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 137 av FFNs ca. 1 000 medlemmer.

Formålet med studien er å få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på blant annet markedsrisikopremien, risikofri rente, småbedriftspremie, kontrollpremie, langsiktig inflasjon og resultatvekst i det norske markedet. Undersøkelsens respondenter er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet.

Respondentene arbeider med investeringer, verdivurderinger og finansielle analyser, og gir råd til aktører i det norske markedet. 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 har vi forsøkt å belyse følgende aktuelle spørsmål:

- Basert på flere nøkkeltall er det globale aksjemarkedet høyt priset. Vil høy prising kunne forklares gjennom forventet høy vekst i inntjening eller via et lavt avkastningskrav, herunder lav risikopremie?



Undersøkelsen baseres på svar fra 137 av FFNs ca. 1 000 medlemmer.

## 2. Oppsummering av årets undersøkelse

- Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5,0 %. Gjennomsnittet har sunket fra 2023, fra 5,0% til 4,9 %.
- 10-årig statsobligasjon er som tidligere det vanligste å benytte som risikofri rente i avkastningskravet. Andelen som benytter denne er redusert fra 54 % i fjorårets undersøkelse til 48 % i år.
- 17 % av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente. 78 % av disse bruker en normalisert langsiktig risikofri rente mellom 3,0 % og 4,0 %, hvor 4,0 % er mest brukt (39 %).
- 32 % av respondentene vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 52 % at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.
- 64 % av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper (småbedriftspremie), ned fra 80 % i fjor.
- Kontrollpremien på Oslo Børs er uendret fra i fjor, hvor majoriteten mener at kontrollpremien bør være mellom 20 - 30 %.
- 45 % av respondentene mener at man bør benytte 2,0 % som langsiktig inflasjonsforventning.
- Median av vekstraten i terminalleddet til en nåverdmodell er 2,0 %, i tråd med medianen av langsiktig inflasjonsforventning. Begge tilsvarer fjorårets resultater.
- 57 % 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:
  - Krig (19 %)
  - Handelskrig (16 %)
  - Energipriser (16 %)
- Omtrent halvparten av respondentene har ikke tatt stilling til hvordan innføringen av ny leasingstandard (IFRS16) skal håndteres i en diskontert kontantstrøm eller i en multiplanalyse sammenlignet med gammel standard (IAS17).
- Nøkkeltall som P/E-ratio indikerer at det globale aksjemarkedet er høyt priset. 41 % av respondentene mener dette skyldes forventet høy vekst i inntjening. 23 % svarer at årsaken er lavt avkastningskrav, mens 13% mener begge disse faktorene bidrar til den høye prisingen.

5 %

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

48 %

48 % av respondentene benytter 10-årig statsobligasjon som langsiktig risikofri rente.

64 %

64 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper.

Tema	2024		2023	
	Hovedfunn	Svar %	Hovedfunn	Svar %
Markedsrisikopremie	Median: 5,0 % Gjennomsnitt: 4,9 %		Median: 5,0 % Gjennomsnitt: 5,0 %	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	48 % 17 %	10-årig statsobligasjon Normalisert langsiktig risikofri rente	54 % 18 %
Sammenheng risikofri rente og markedsrisikopremie	Ja Nei	32 % 68 %	Ja Nei	31 % 69 %
Småbedriftspremie	Benyttes	64 %	Benyttes	80 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median: 0,0 %		Median: 0,0 %	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median: 1,0 %		Median: 1,0 %	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median: 2,0%		Median: 1,5 %	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median: 3,0 %		Median: 2,0 %	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median: 3,5 %		Median: 2,5 %	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median: 4,0 %		Median: 3,0 %	
Inflasjon	Median: 2,5 %		Median: 2,5 %	
Vekstraten i terminalleddet til en nåverdimodell	Median: 2,0 %		Median: 2,0 %	
Kontrollpremie	Median: 20 % - 30 %		Median: 20 % - 30 %	
Hensyntar svak performance knyttet til miljø og bærekraft	Ja, i avkastningskrav og/eller kontantstrøm Nei	57 % 43 %	Ja, i avkastningskrav og/eller kontantstrøm Nei	67 % 33 %
Tre viktigste risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene	Krig Handelskrig Energipriser	19 % 16 % 16 %	Inflasjon Energipriser Krig	16 % 15 % 14 %
IFRS 16 og diskontert kontantstrøm	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	24 % 24 % 48 % 4 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Håndterer endringer på annen måte:	27 % 27 % 44 % 2 %
IFRS 16 og multipelanalyse	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justering: Håndterer endringer på annen måte:	24 % 15 % 50 % 8 % 3 %	IFRS 16: IAS 17: Har ikke tatt stilling til dette: Gjør ingen justering: Håndterer endringer på annen måte:	23 % 13 % 44 % 14 % 5 %

## 3. Utvalg

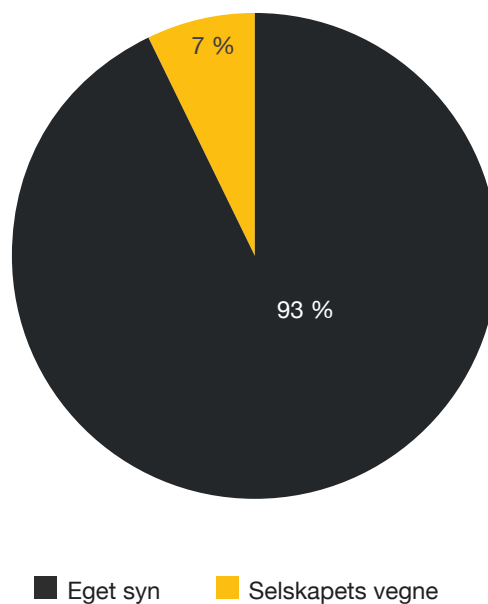
Utvalget for undersøkelsen er Forening for Finansfag Norge sine medlemmer. FFN er et nettverk av analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Nettverkets medlemmer har gode forutsetninger for å besvare undersøkelsen. Dette er aktører som i stor grad utarbeider analyser, 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 1 226 e-postadresser. I perioden 8. til 28. oktober 2024 mottok vi 137 fullstendige svar. Dette tilsvarer en svarandel på 11,2 %.

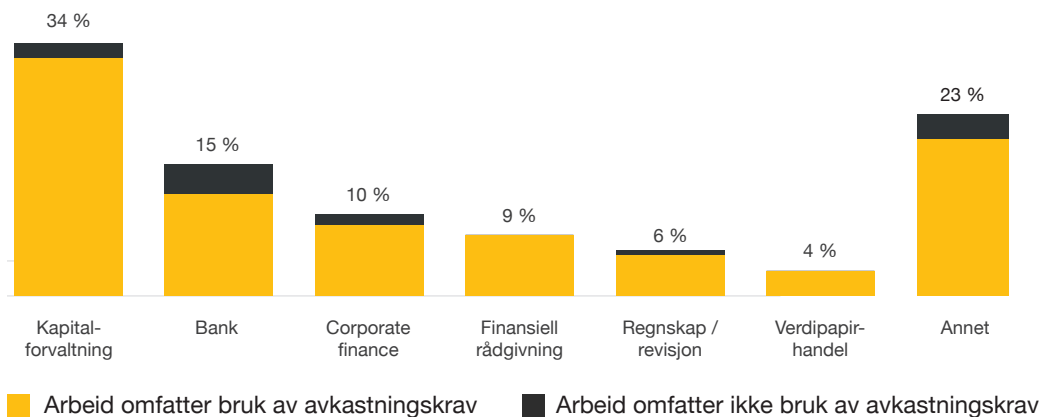
Respondentene ble spurt om hvilket område de arbeider innenfor, og hvorvidt arbeidets omfang inkluderer bruk av avkastningskrav. Resultatene viser at høyest andel av respondentene arbeider innenfor kapitalforvaltning, se figur 3.2 for full oversikt over respondentenes arbeidsområder.

88 % av respondentene oppgir at de arbeider med investeringer, verdivurderinger eller andre oppgaver som innbefatter bruk av avkastningskrav. 93% av respondentene har svart på vegne av seg selv, mens 7 % har svart på selskapets vegne.

### 3.1 Respondentkarakteristikk



### 3.2 Andel respondenter per arbeidsområde



## 4. Resultater fra undersøkelsen



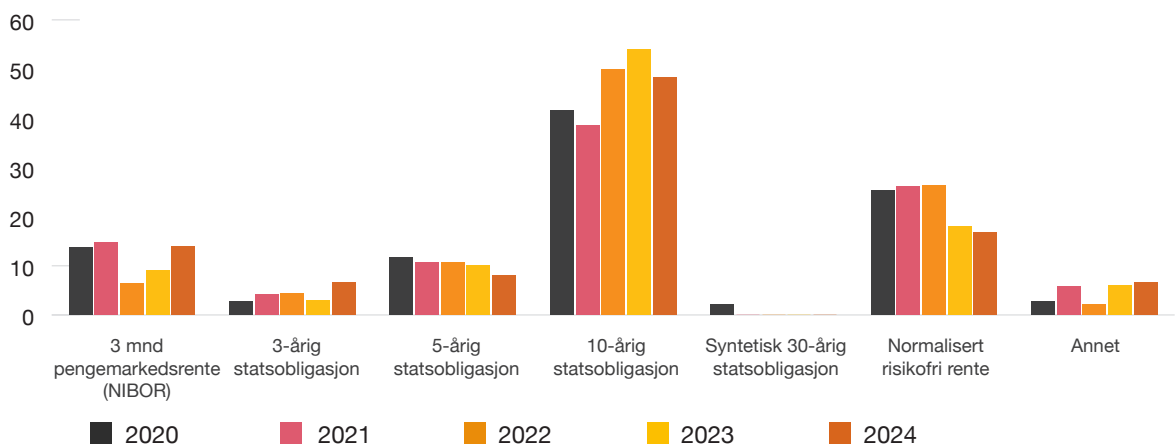
10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i avkastningskravet

### 4.1. Risikofri rente i avkastningskravet

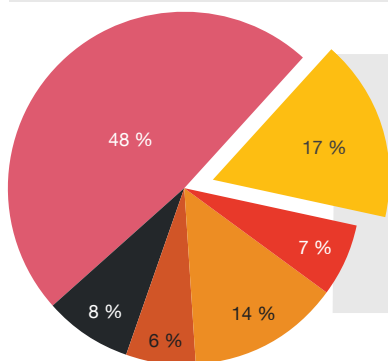
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Andelen respondenter som svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes er 48 % i årets undersøkelse, sammenlignet med 54 % i fjorårets undersøkelse.

17 % av respondentene svarer at de benytter normalisert risikofri rente i fastsettelse av avkastningskravet, sammenlignet med 18 % i fjorårets undersøkelse. Størst andel, 39 %, bruker 4,0 % som normalisert risikofri rente, mens medianen er 3,75 %. Til sammenligning er renten på en 10-årig norsk statsobligasjon per 1. november 2024 3,8 %. 87% av respondentene svarer at de bruker 4,0 % eller lavere som normalisert risikofri rente.

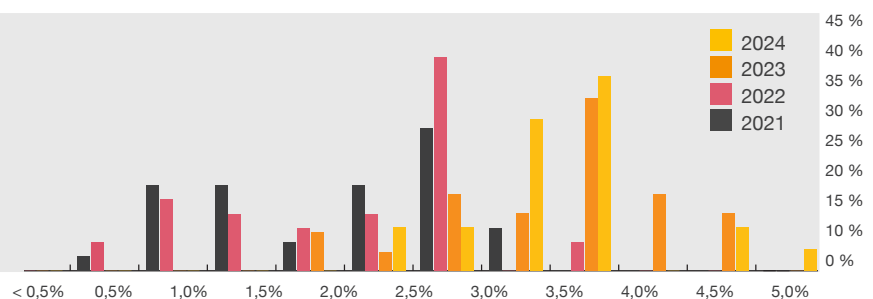
#### 4.1.1 Risikofri rente



#### 4.1.2 Risikofri rente 2024



#### 4.1.3 Spredning innenfor «Normalisert risikofri rente»



3 mnd pengemarkedsrente (NIBOR)  
5-årig statsobligasjon

3-årig statsobligasjon  
10-årig statsobligasjon

Normalisert risikofri rente  
Annet

## 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 2016 til 2024. Medianen på 5,0 % er uendret i perioden, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner.

Ved å se nærmere på hva respondentene innenfor de respektive arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien i 2024, er det ingen bransjer som avviker klart fra medianen. Variasjonen mellom arbeidsområdene er liten, med en differanse på 0,5 % mellom gruppene med høyest og lavest risikopremie. Figur 4.2.2 viser vektet gjennomsnittlig markedsrisikopremie for de ulike arbeidsområdene.

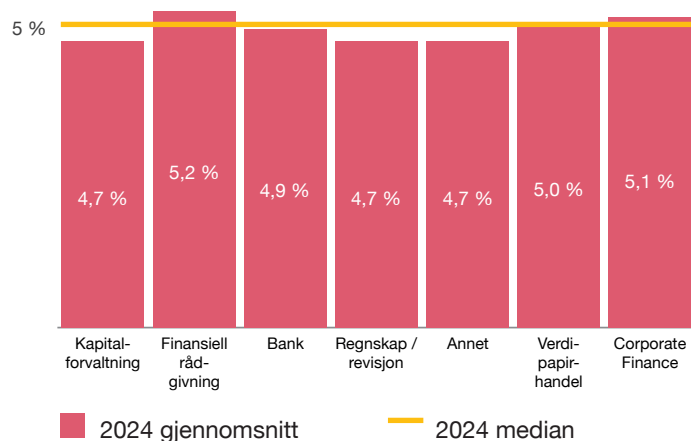


Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret på 5,0 %

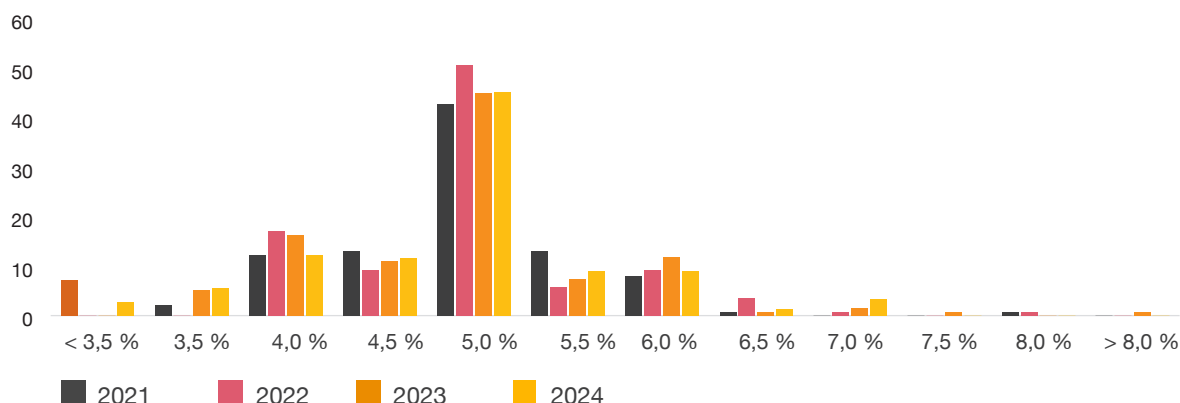
### 4.2.1 Markedsrisikopremie 2016-2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Gjennomsnitt	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	4,9 %
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 %	5,0 %	4,5 %
Kvartil 3	5,5 %	5,4 %	5,1 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

### 4.2.2 Markedsrisikopremie 2024



### 4.2.3 Markedsrisikopremie 2021-2024





### 4.3 Endring i risikopremie fra i fjor til i år

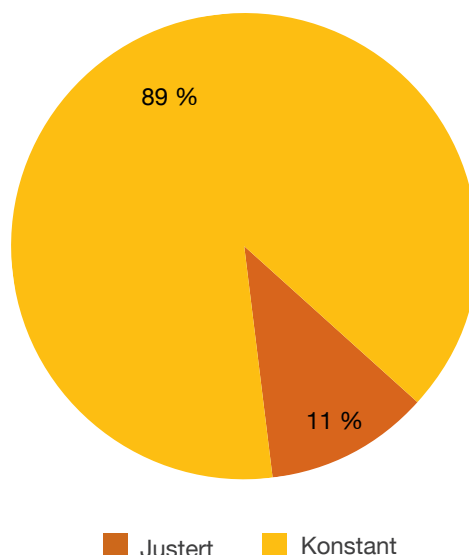
Nytt for året har vi også spurt respondentene om de har endret sitt estimat for langsiktig risikopremie i avkastningskravet fra i fjor til i år. Bakgrunnen for dette spørsmålet er å fange opp om det er interne svingninger i respondentenes meninger om risikopremien, gitt den vedvarende stabile medianen på 5%. 89% av respondentene svarer at de har holdt risikopremien konstant i år og i fjor, noe som støtter opp om at de faktisk benytter en stabil risikopremie i sine analyser.

11 % av respondentene har endret sitt estimat fra i fjor til i år. Av disse har 73 % oppjustert risikopremien. Gjennomsnittlig økning blant dem som har svart at de har oppjustert markedsrisikopremien er 0,9 %.

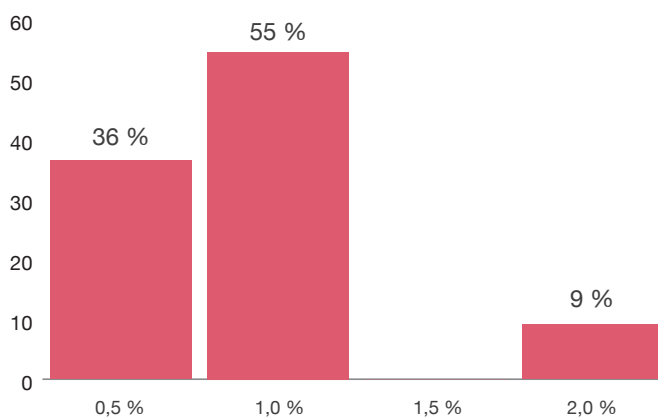


89% har ikke endret benyttet markedsrisikopremie fra i fjor.

#### 4.3.1 Utvikling i risikopremie fra i fjor til i år



#### 4.3.2 Størrelse dersom oppjustert risikopremie



#### 4.4 Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

Respondentene er delte i oppfatningen av hvorvidt risikopremien bør endres ved endring i risikofri rente. Likt fjorårets andel, mener 32 % at en endring i risikofri rente også endrer deres vurdering av risikopremien, se figur 4.4.1. Denne andelen har vært mellom 40 % og 50 % i tidligere års undersøkelser.

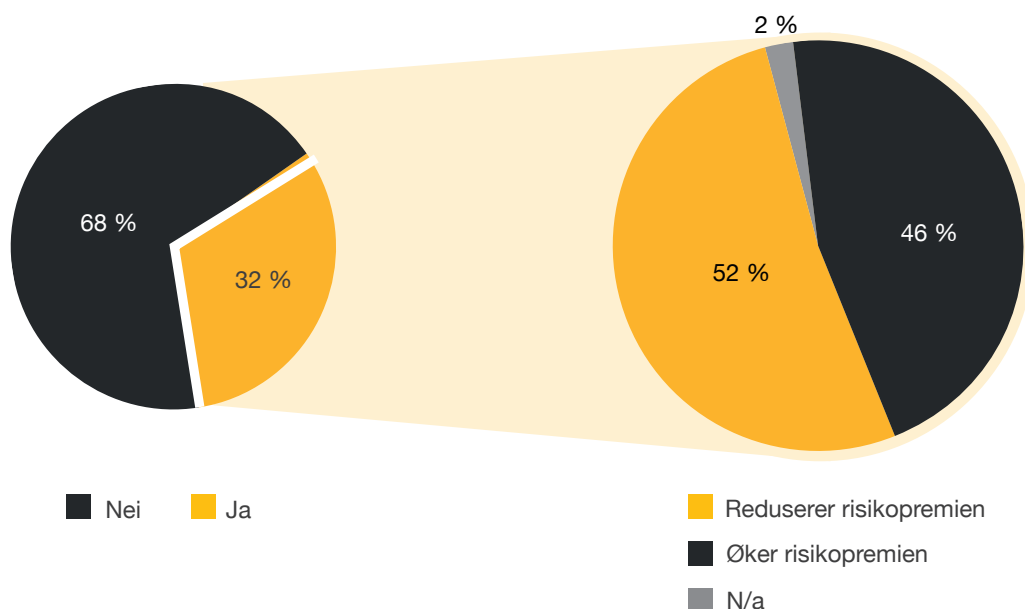
Respondentene som mener at endring i risikofri rente endrer deres vurdering av risikopremien, har ulik oppfatning av hvordan dette påvirker markedsrisikopremien. 52 % svarer at en økning i risikofri rente øker markedsrisikopremien, mens 46 % svarer at en økning i risikofri rente vil redusere markedsrisikopremien.



32 % vil endre synet på markedsrisikopremien dersom risikofri rente endres



##### 4.4.1 Økning i risikofri rente og påvirkning på risikopremie



#### 4.5 Småbedriftspremie

Undersøkelsen viser at 64 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.5.1. Dette er 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 4.5.2 viser median for småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på markedsverdi. Respondenter som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

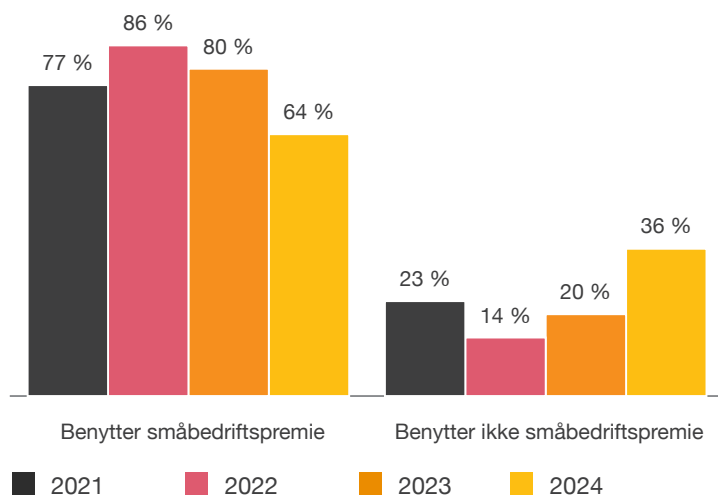


64 % mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

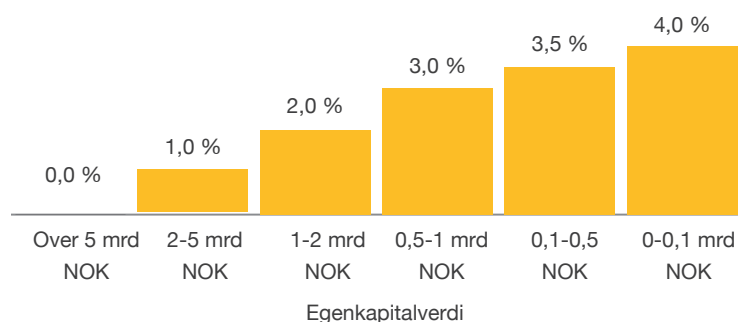
Størrelsen på småbedriftspremien øker jo lavere markedsverdi selskapet har. Tabell 4.5.3 oppsummerer både gjennomsnitt og median på småbedriftspremien for undersøkelsen i 2022 - 2024, gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

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

##### 4.5.1 Småbedriftspremie



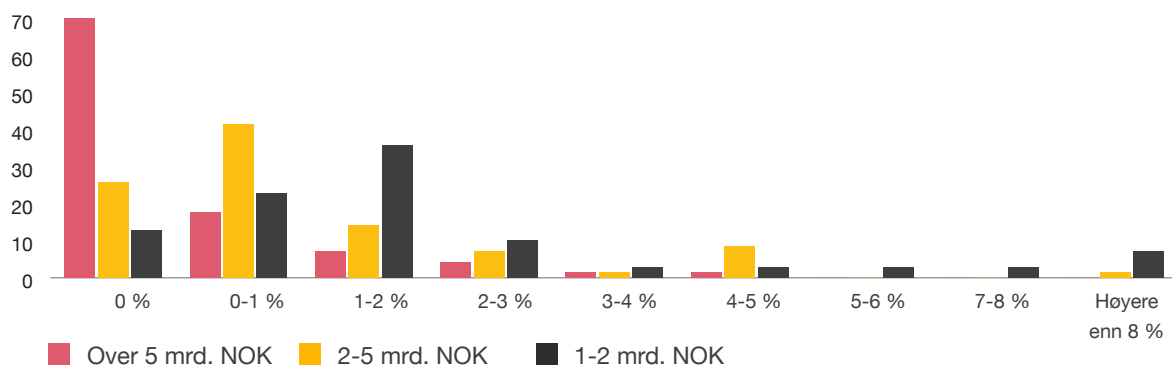
##### 4.5.2 Småbedriftspremie - Median



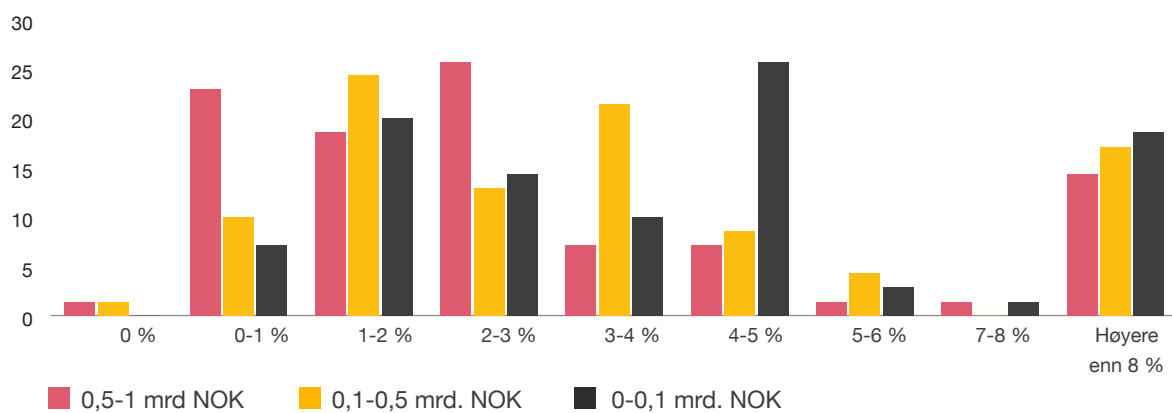
### 4.5.3 Småbedriftspremie 2022-2024

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

### 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



#### 4.6 Langsiktig inflasjonsforventning

Forventet langsiktig inflasjon basert på median er på 2,5 %, 0,5 % høyere enn Norges Banks inflasjonsmål.

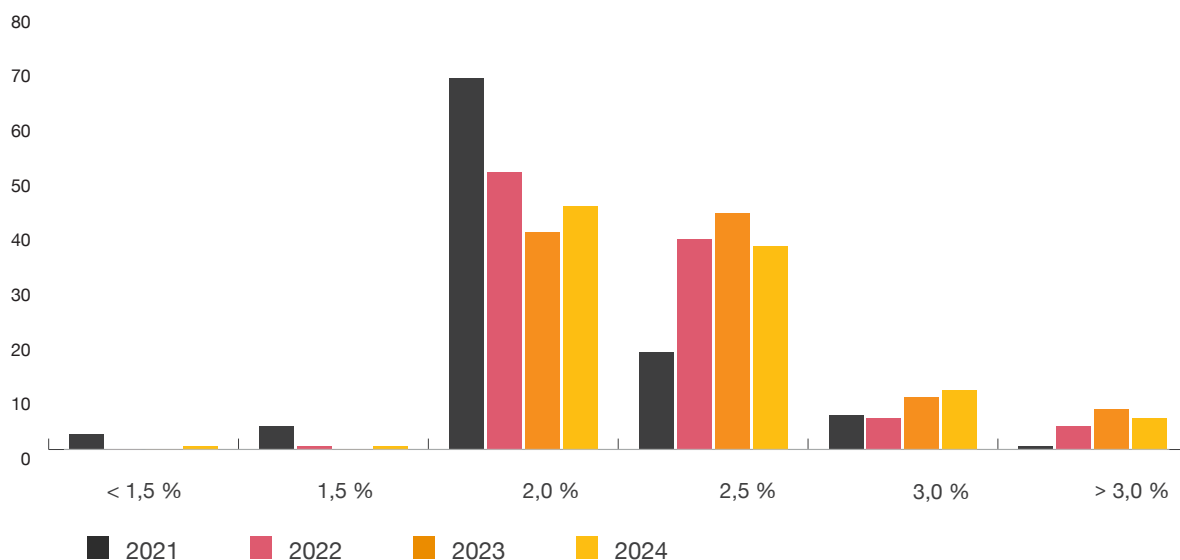
Andelen som mener at langsiktig inflasjonsforventning bør være lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,0 %, har økt til 45 % i 2024 fra 40 % i 2023.



45 % mener at 2,0 % bør benyttes som langsiktig inflasjonsforventning

54 % av respondentene svarer at det bør benyttes 2,5 % eller høyere som langsiktig inflasjonsforventning i år, mot 60 % i 2023. 1,5 % av respondentene mener at 1,5 % eller lavere bør benyttes som inflasjonsforventning.

##### 4.6.1 Langsiktig inflasjonsforventning



#### 4.7 Vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell

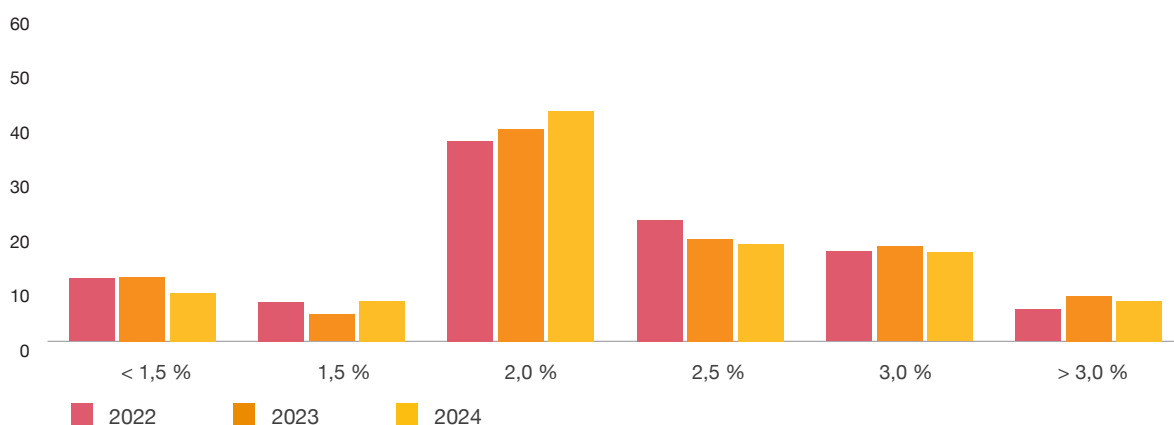
Medianen tilsier at 2,0 % bør benyttes som vekstraten i terminalleddet i en nåverdimodell. 42 % svarer at 2,0 % bør benyttes som langsiktig vekstrate. Andelen som svarer at langsiktig vekstrate bør være 2,5 % eller høyere har over tid vært stabil mellom 40 % til 45 %.



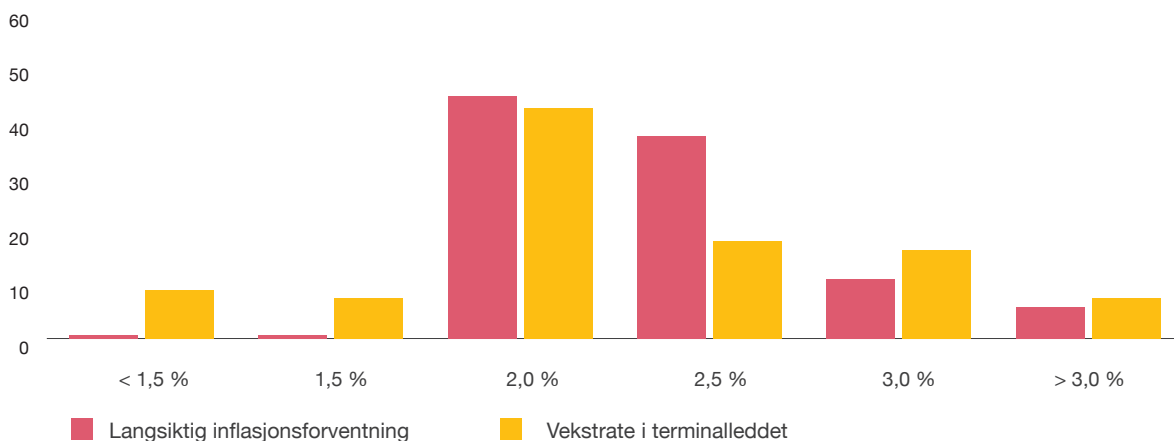
I år, som i fjor, mener respondentene at 2,0 % bør brukes som langsiktig vekstrate i en nåverdimodell

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

##### 4.7.1 Vekstrate i terminalleddet



##### 4.7.2 Vekstrate og inflasjonsforventning 2024



#### 4.8 Kontrollpremie

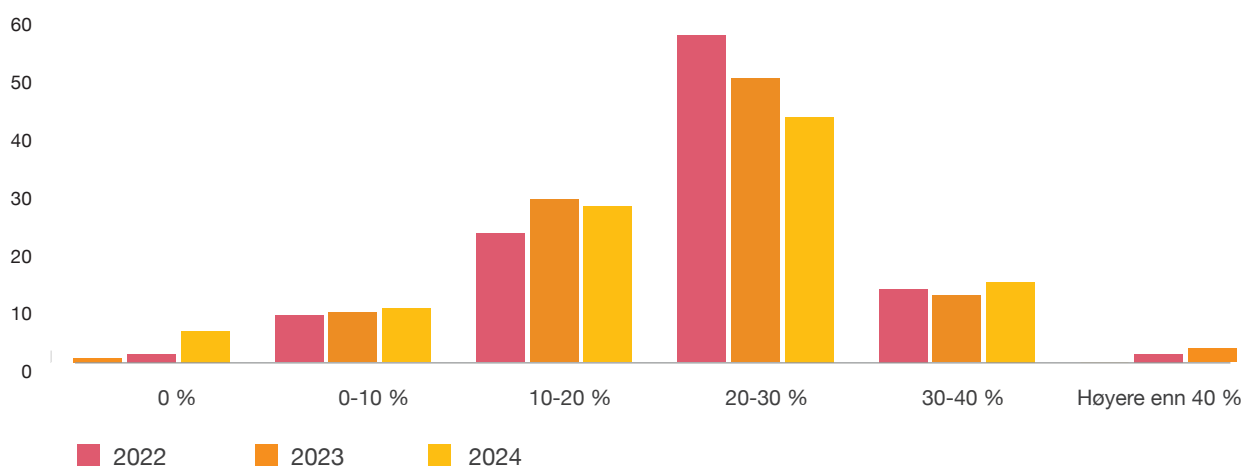
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som kontrollpremie på Oslo Børs. Kontrollpremie er premien på børskurs for å kjøpe majoriteten av aksjene i et selskap for å få en kontrollpost i selskapet, kontra å kjøpe en minoritetspost i samme selskap.



Kontrollpremie er uendret på 20 - 30 %

Undersøkelsen indikerer i år, som foregående år, en median kontrollpremie på Oslo Børs mellom 20 og 30 %. 42 % av respondentene svarer at kontrollpremie bør være i dette intervallet.

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



#### 4.9 Miljø og bærekraft

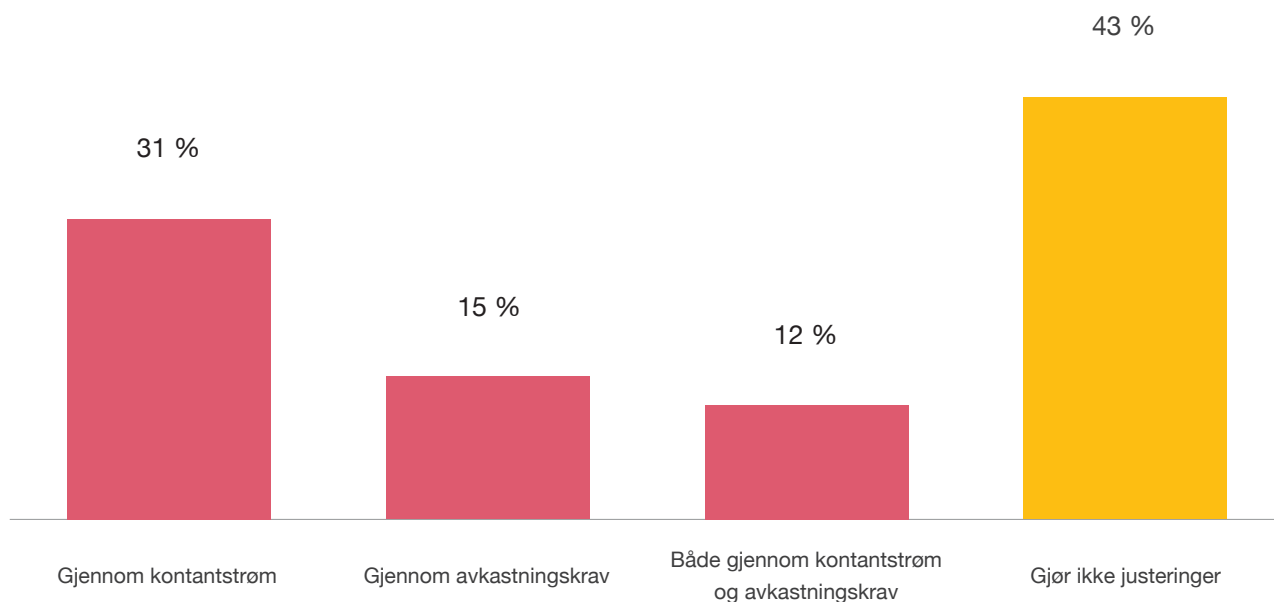
Majoriteten av respondentene justerer kontantstrømmen og/eller avkastningskravet for selskaper med svake prestasjoner tilknyttet miljø og bærekraft (57 %). Dette viser en nedadgående trend sammenlignet med resultatene for 2022 (74%) og 2023 (67 %).

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 ESG-score fra eksterne kilder, selskapets egen bærekraftsrapportering, bransjetilhørighet og egne analyser.



57 % 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

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





#### 4.10 Risikofaktorer i det norske markedet

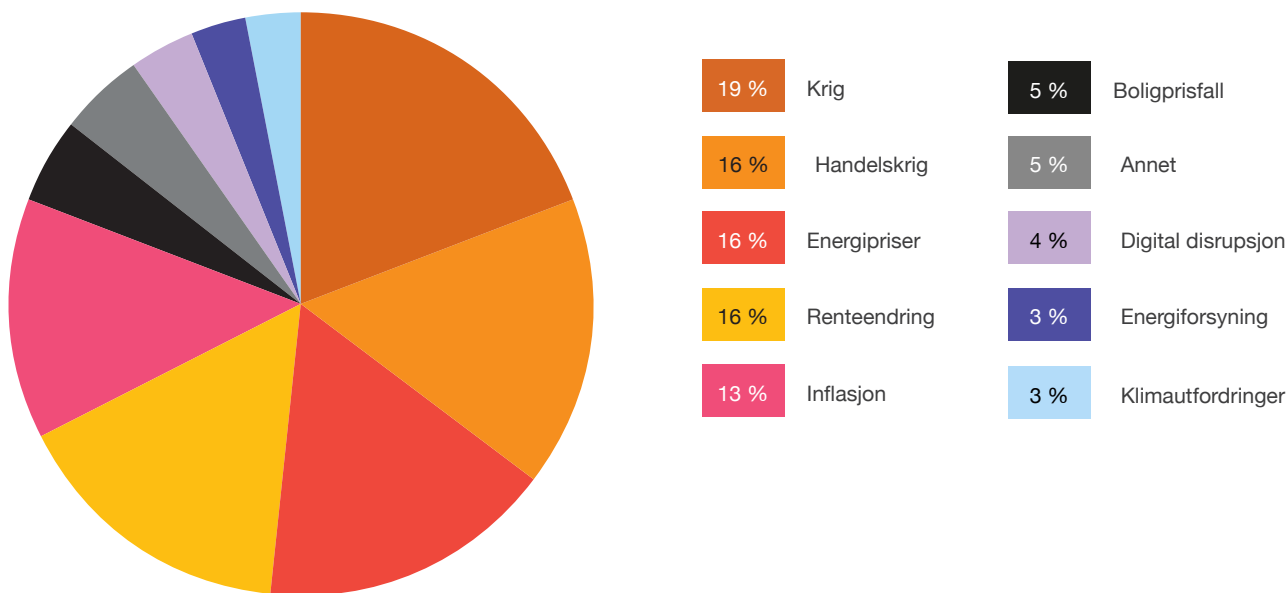
Respondentene er delte i oppfattelsen av hva som er de tre viktigste risikofaktorene i det norske markedet. 19 % identifiserer krig og 16 % identifiserer henholdsvis handelskrig, energipriser og renteendring som viktigste risiko. Til sammenligning var de viktigste risikofaktorene i fjorårets undersøkelse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

Inflasjon og boligprisfall og høy gjeld i norske husholdninger, med 13 % og 5 %, er også nevnt blant viktigste risikofaktorer i årets undersøkelse.



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

##### 4.10.1 Risikofaktorer som påvirker det norske aksjemarkedet



#### 4.11 IFRS 16

IFRS16 ble innført som ny regnskapsstandard fra 1. januar 2019. Den nye standarden krever at leietaker balansefører (nesten) alle leieavtaler. Dermed redefineres mange vanlige finansielle nøkkeltall som EV, EBITDA og EBIT.

Etter innføringen av IFRS 16 skal leasingkostnad behandles som avskrivning og finanskostnad, i motsetning til tidligere standard (IAS17) hvor leasingkostnad føres som operasjonell kostnad. Dette endrer kontantstrøm og avkastningskrav, mens egenkapitalverdien til selskapet bør forbli uendret. Dette virker fornuftig i teorien, men det skaper en rekke utfordringer knyttet til verdsettelse i praksis.

Basert på respondentenes svar er det foreløpig kun 24 % som har begynt å bruke kontantstrømmer i tråd med IFRS16 i verdsettelse. 48 % av respondentene har ikke tatt stilling til dette, og 24 % bruker fremdeles kontantstrøm i henhold til gammel standard i verdsettelse. 4 % hensyntar dette på annen måte.

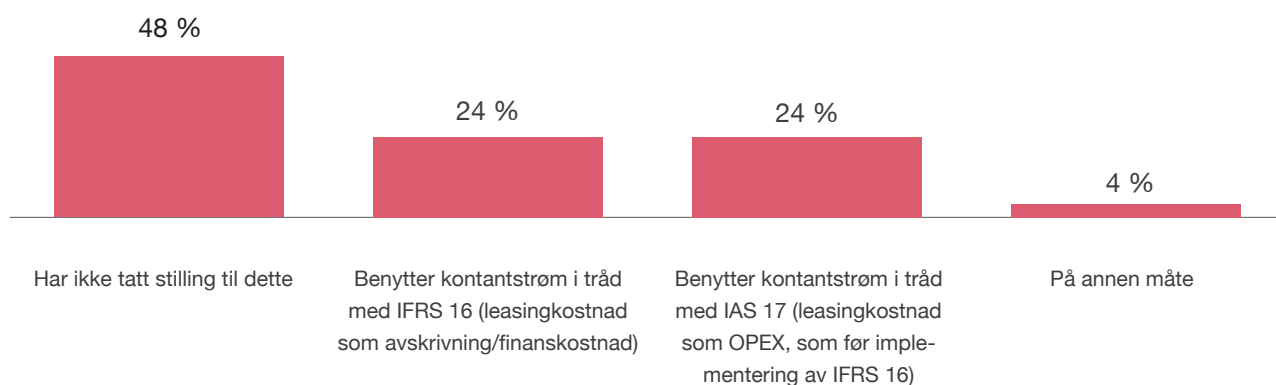


Omtrent 50 % svarer at de ikke har tatt stilling til hvordan IFRS 16 skal håndteres i verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm og multipler

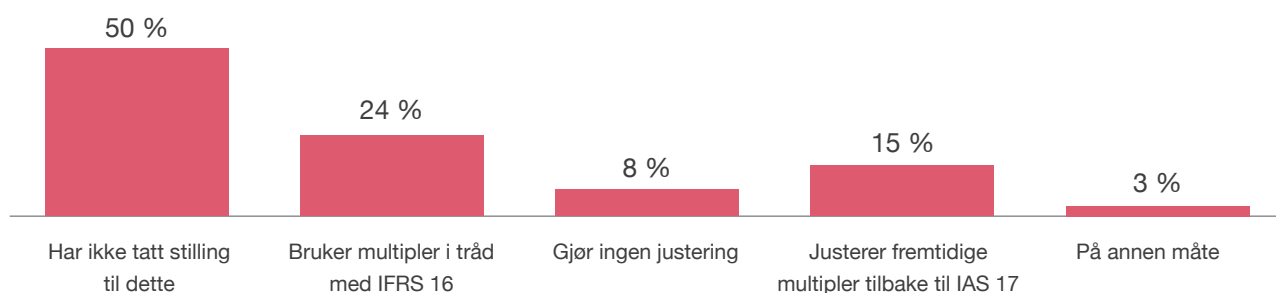
Respondenten ble også spurt om hvordan de håndterer IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler. Her svarte 50 % at de ikke har tatt stilling til dette, 8 % svarte at de ikke gjør noen justering, mens 24 % svarte at de justerer historiske multipler i tråd med IFRS 16 slik at de blir sammenlignbare med dagens multipler. 15 % svarer at de gjør motsatt ved å justere fremtidige multipler tilbake i tråd med IAS 17.

Fordi flere finansielle nøkkeltall endres etter innføring av ny leasingstandard vil det være vanskelig å sammenligne IFRS 16-baserte tall/multipler med IAS 17-baserte tall/multipler. Undersøkelsen viser likevel at en stor andel av respondentene ikke har tatt stilling til dette.

##### 4.11.1 Håndtering av IFRS 16 i en verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm



##### 4.11.2 Håndtering av IFRS 16 i verdsettelse ved bruk av multipler



#### 4.12 Prising av det globale aksjemarkedet

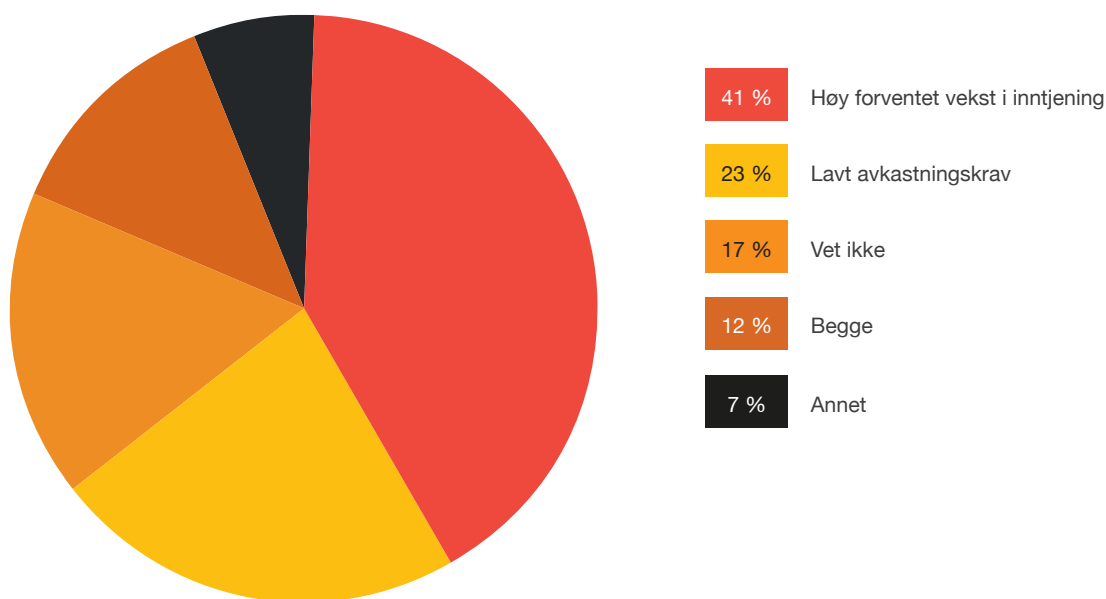
Flere nøkkeltall, herunder P/E-ratio, indikerer at det globale aksjemarkedet er høyt priset. Nytt for årets undersøkelse er spørsmålet om hvordan den høye prisingen kan forklares.



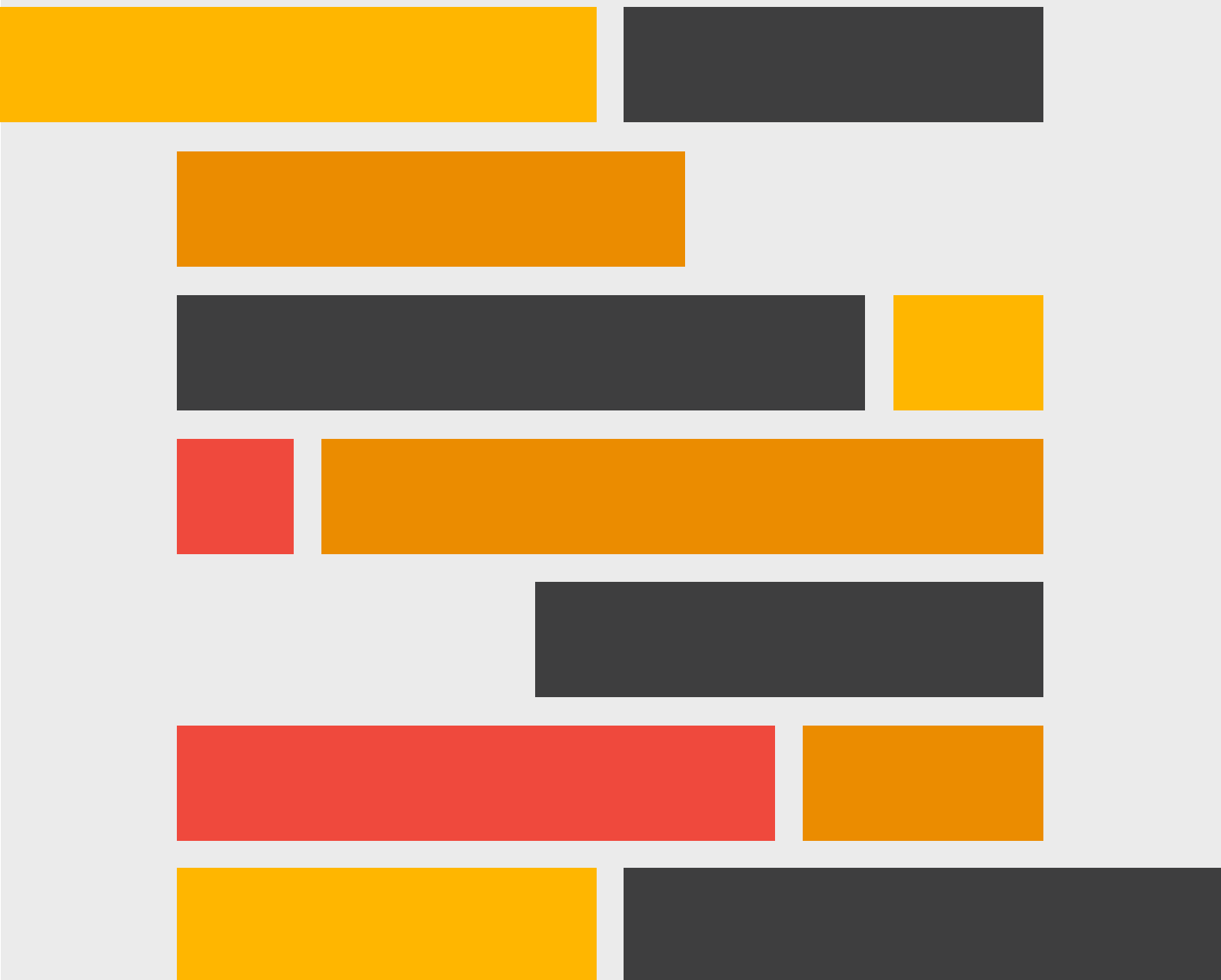
41 % av respondentene mener at høy prising av det globale aksjemarkedet skyldes forventet høy vekst i inntjening.

Flertallet, 41 %, mener forventet inntjeningsvekst er hovedårsaken til den høye prisingen, mens 22,8 % svarer at dette skyldes lavt avkastningskrav. 12,5 % mener at begge disse faktorene bidrar til den høye prisingen. 17 % svarer at de ikke vet.

##### 4.12.1 Hvordan kan den høye prisingen av det globale aksjemarkedet forklares?



# Appendiks



## APPENDIKS

# Definisjoner og tilnærming

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

**Egenkapitalens avkastningskrav**

Avkastningskravet for egenkapitalen ( $r_e$ ) er gitt ved CAPM:

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

der  $r_f$  = risikofri rente,  $\beta$  = 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 konsepter<sup>1</sup>:

- 1. Påkrevd markedsrisikopremie (required market risk premium):** Den meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje (markedet) i forhold til risikofri rente. Denne benyttes for å kalkulere avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM).
- 2. Historisk markedsrisikopremie:** Den historiske meravkastningen som aksjemarkedet har gitt over (risikofrie) statsobligasjoner.
- 3. Forventet markedsrisikopremie:** Den forventede meravkastningen gitt ved investeringer i aksjemarkedet i forhold til (risikofrie) statsobligasjoner.

I denne studien undersøkes det førstnevnte konseptet av markedsrisikopremien. Det vil si den langsiktige markedspremien, definert som forskjellen mellom avkastningskravet og risikofri rente, respondenten ville ha benyttet for Oslo Børs i 2023.

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

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

I følge Dimson et al. (2006) har Norge i gjennomsnitt hatt en årlig markedsrisikopremie i perioden 1900 til 2005 på 5,7 % basert på et aritmetisk gjennomsnitt og 3,1 % basert på et geometrisk gjennomsnitt. Undersøkelsen ble oppdatert i 2011 for perioden 1900-2010, og resultatet indikerer at markedsrisikopremien har økt i perioden 2005-2010 (Dimson et al. 2011). Aritmetisk gjennomsnitt gir en markedsrisikopremie på 7,2 %, mens geometrisk gjennomsnitt gir et gjennomsnitt på 4,2 %.

Risikopremiestudier "ex ante" baseres på markedsaktørers krav til aksjeplasseringers avkastning utover den risikofrie renten. Jamfør definisjonen på markedsrisikopremien som benyttes i denne studien vil en "ex ante" metodikk bli benyttet i denne undersøkelsen.

En mulig tilnærming til beregning av markedets risikopremie er å analysere noterte selskaper på Oslo Børs. Ved å ta utgangspunkt i selskapsverdier (entrepriseverdier) og konsensus kontantstrømestimer estimert av analytikere, kan det beregnes impliserte avkastningskrav og risikopremie slik at nåverdien av fremtidig inntjening samsvarer med entreprisverdier.

### Småbedriftspremie

Småbedriftspremien er et tillegg til avkastningskravet for egenkapitalen som følge av at små bedrifter historisk sett har hatt høyere avkastning enn større selskaper, samtidig som det kan være knyttet høyere risiko og eierkostnad til små selskaper (større avhengighet til nøkkelpersoner, enkeltprodukter eller kunder) (Fama & French, 1992). Selskapets størrelse er definert ut i fra selskapets markedsverdi. Undersøkelsen kartlegger hvorvidt respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie, samt størrelsen på det eventuelle påslaget.

### Kontrollpremie

Kontrollpremien er en premie som investorer antas å være villige til å betale for en kontrollpost i forhold til en minoritetspost i et selskap. Premien knyttes til større innflytelsesmulighet, som for eksempel større beslutningsmulighet og mulighet for å skape tilleggsverdier gjennom

utvikling av synergier med andre virksomheter. Når en skal vurdere nivået på kontrollpremien bør en ta hensyn til de spesielle forhold som karakteriserer selskapet og den aktuelle aksjeposten som skal vurderes. Analysen fokuseres på konkrete rettigheter som tilkjennes den kontrollerende aksjonær, eller mangelen på rettigheter for minoritetsaksjonæren.

### Langsiktig inflasjonsforventning

Inflasjon defineres som vedvarende vekst i det generelle prisnivået. Inflasjon kan måles ved veksten i konsumprisindeksen (KPI). Norges Bank styrer pengepolitikken etter et inflasjonsmål om lav og stabil prisstigning med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,0 %. Det vil ikke være én indikator som i alle situasjoner kan gi et riktig bilde av det underliggende prispresset, derfor benytter Norges Bank KPI-JAE og KPIXE i tillegg til et rent mål på KPI i vurderingen av underliggende inflasjon. KPI-JAE publiseres av Statistisk Sentralbyrå og er et mål på KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Bank har siden 2008 publisert KPIXE, KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.

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

### Langsiktig vekstrate i terminalleddet i Gordons vekstformel

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

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

## Om FFN

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

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

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


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

### Kontaktpersoner



#### Jannicke Rustad-Nilssen

+ 47 918 86 585  
jannicke@finansfag.no

 Forening  
for finansfag

# Om Deals

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

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:

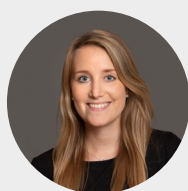
- Beslutningsgrunnlag for oppkjøp og andre strategiske beslutninger
- Utarbeidelse av forretningsplaner og prognoser
- Ledelsesrapportering
- Gjeldsrådgivning, kapitalbehov og finansiering
- Gjeldsbetingelser og likviditetsprognoser

## Kontaktpersoner



**Henrik Gran**  
Partner

+47 952 60 046  
henrik.gran@pwc.com



**Karen Fastbø**  
Director

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



**Aksel Devold**  
Senior Associate

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



**Ida Ingstad**  
Associate

+47 412 89 785  
ida.ingstad@pwc.com







© 2024 PwC. Med enerett. I denne sammenheng refererer «PwC» seg til PricewaterhouseCoopers AS, Advokatfirmaet PricewaterhouseCoopers AS, PricewaterhouseCoopers Accounting AS og PricewaterhouseCoopers Tax Services AS som alle er separate juridiske enheter og uavhengige medlemsfirmaer i PricewaterhouseCoopers International Limited.