

Risikopremien i det norske markedet

Oppsummering av resultatene i undersøkelsen av Risikopremien i det norske markedet, publisert av Norske Finansanalytikerers Forening og PwC.

Spørreundersøkelse

Når man skal velge parametre for bruk i en verdsetting, er det forskjellige metoder å ty til.

En vanlig metode er å skjele til hva *andre* analytikere, i samme situasjon, bruker for parametre.

Det er vanlig for bransjeorganisasjoner å spørre sine medlemmer, og publisere resultatet i en rapport.

I dette notatet ser vi på en slik undersøkelse, og gir en oppsummering av resultatene.

Det er verdt å tenke først på hva det er naturlig å spørre om i en slik undersøkelse. Det er *generelle parametre* som inngår i en typisk verdsetting.

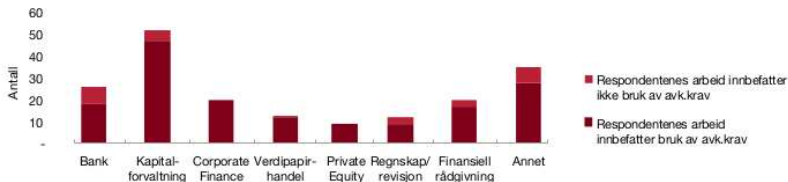
- ▶ Markedets risikopremie
- ▶ Risikofri rente
- ▶ Input til vekstforutsetninger, som inflasjon og resultatvekst
- ▶ Skal vi justere for likviditet/selskapstørrelse
- ▶ Er det en premie for kontroll?

Hvem har forutsetninger for å mene noe om dette?

Personer som gjør verdsettinger som en del av sin jobb?

Dette er den typen personer som er spurt: Medlemmer av NFF (Norske Finansanalytikerens Forening), som f.eks. jobber som analytikere.

Figur 3.1: Respondenter fordelt på arbeidsområde

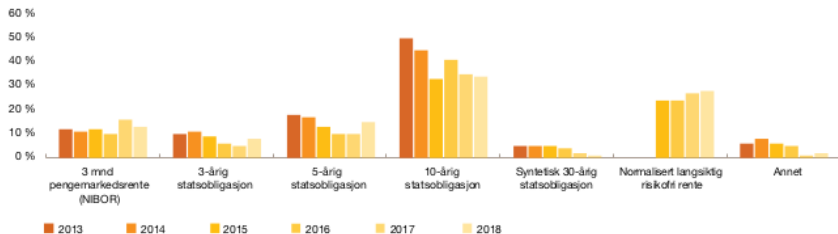


Fra 2014 undersøkelsen

Hvilken riskofri rente?

Common argument in valuations: Valuing long term cash flows. Should therefore use an interest rate that is risk free for long term investments. So what do the professionals use?

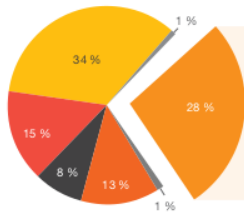
Figur 4.1: Risikofri rente



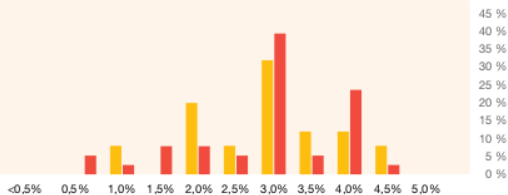
“Normalized risk free rate”

However, in the most recent survey see more usage of a “normalized risk free rate”. with 3% as the most common choice.

Figur 4.2.1: Valg av risikofri rente 2018



Figur 4.2.2: Spredning innenfor normalisert risikofri rente



■ Normalisert risikofri rente

■ Syntetisk 30-årig statsobligasjon

■ 10-årig statsobligasjon

■ 5-årig statsobligasjon

■ 3-årig statsobligasjon

■ 3 mnd pengemarkedsrente (NIBOR)

■ Annet

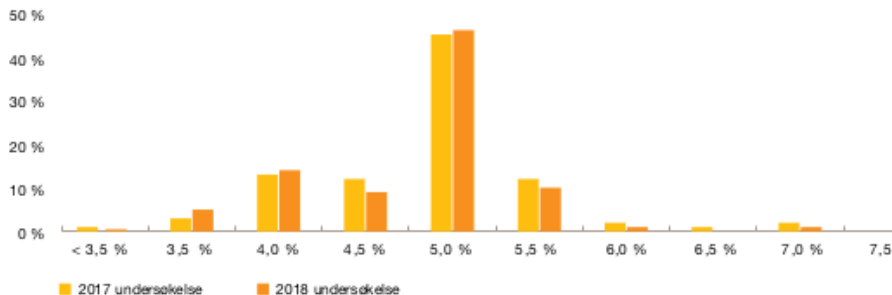
■ 2017

■ 2018

Hva er markedets risikopremie i Norge?

2018 study

Figur 4.5: Markedsrisikopremie

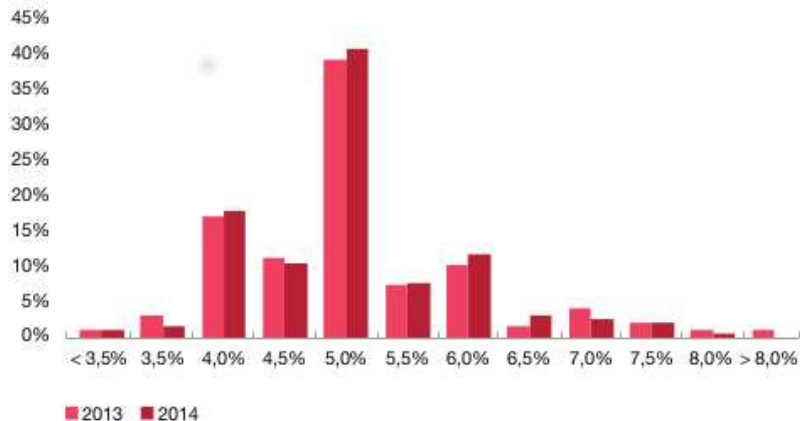


Risk premium, distribution

Hva er markedets risikopremie i Norge?

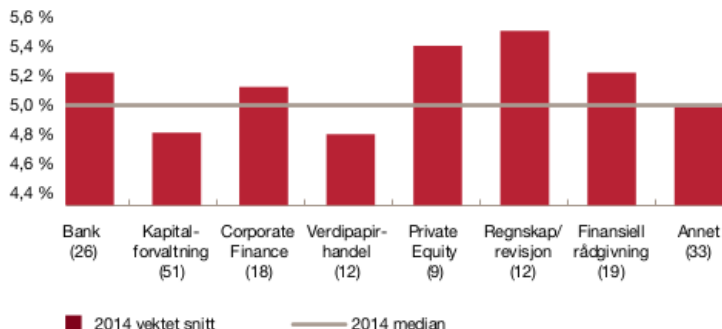
2014 undersøkelse

Figur 4.2: Markedsrisikopremien 2013 og 2014



Risk premium, distribution

Risikopremie etter type respondent



Fra 2014 undersøkelsen.

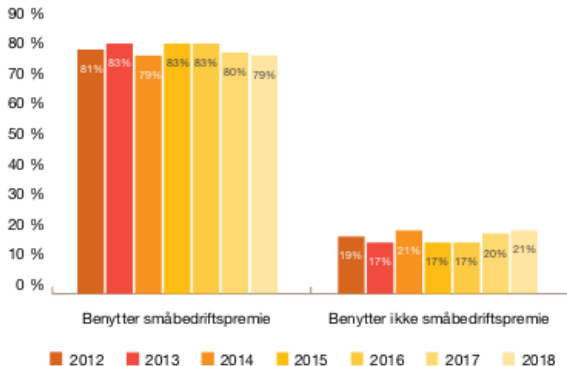
“Small stocks” / likviditetspremie

Stock of small, illiquid stocks argued to be more risky (less liquid)

Common: add a “small stock premium”

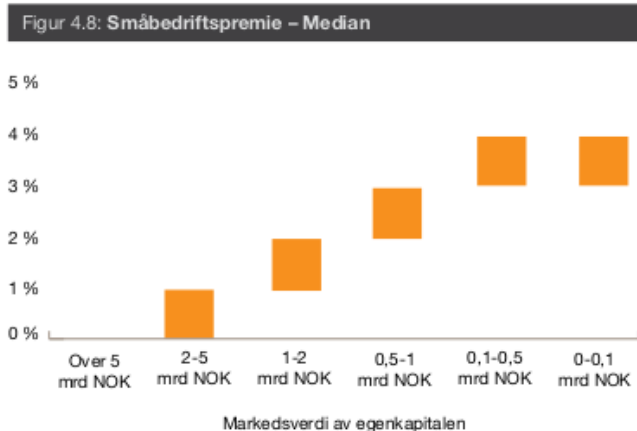
First question, should we add a small stock premium? Skal vi justere for det?

Figur 4.7: Småbedriftspremie



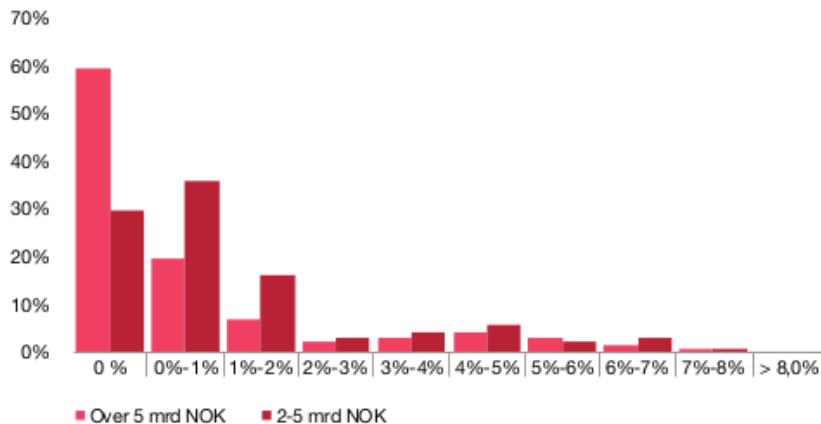
Liquidity premium by company size

Second question: how much to add.



Liquidity premium by company size

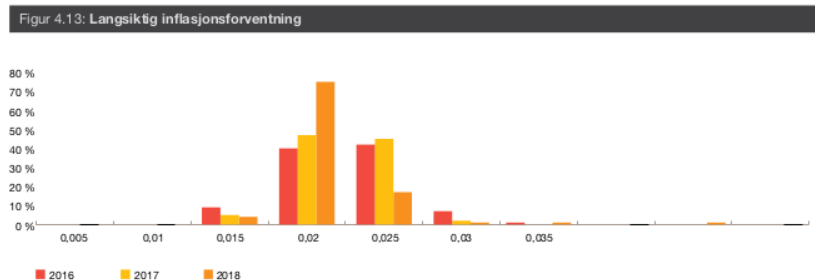
Figur 4.14: Markedsverdi over 5 mrd og 2-5 mrd



Figur 4.15: Markedsverdi 1-2 mrd og 0,5-1 mrd

Inflasjonsforventing

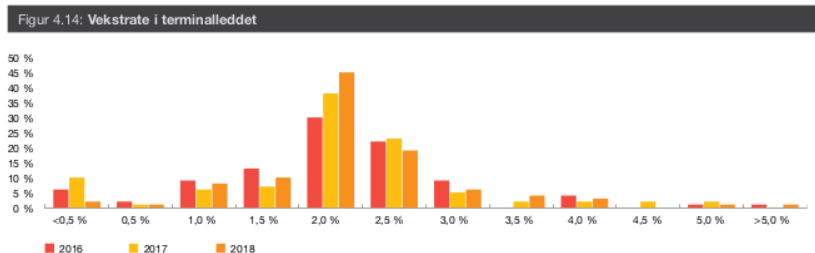
2.5%



From the 2018 study.

Langsiktig nominell resultatvekst

Long term expected growth figure (used for terminal value).

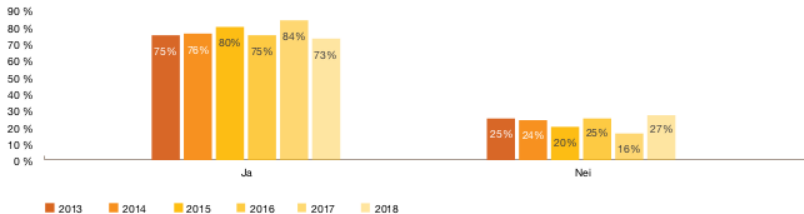


From the 2018 study

Eierstruktur

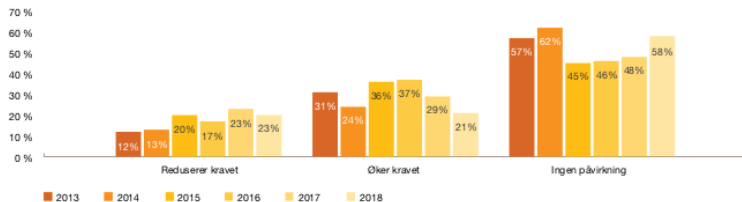
Påvirker eierstruktur kapitalkravet?

Figur 4.17: Eierstruktur og påvirkning på avkastningskravet



Påvirker statlig eierskap kapitalkravet?

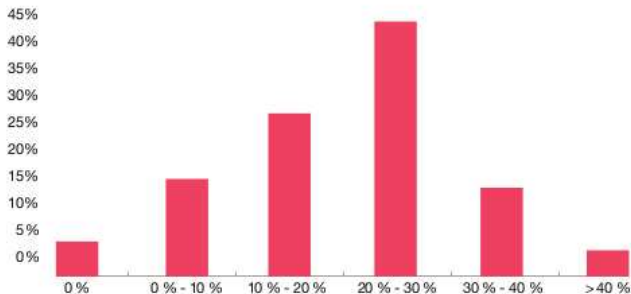
Figur 4.18: Statlig eierskaps påvirkning på avkastningskravet



Kontrollpremie

Kontrollpremie?

Figur 4.17: Kontrollpremie på Oslo Børs ved kjøp av alle aksjene i et selskap



45% ville benyttet en
kontrollpremie på **20% - 30%**

Estimating an implicit risk premium

Idea: Dividend discount model

$$P_0 = \frac{E[D_1]}{r - g}$$

Observe the current stock price P_0 , and estimate $E[D_1]$ and g , we can solve for r .

Market as a whole:

P_0 is the level of a broad stock market index,
 D_1 the dividend yield for the market, and
 g the growth of the the market.

Estimating an implicit risk premium

Alternatively, we can do this on a stock by stock basis

$$P_{i,0} = \frac{E[D_{i,1}]}{r_i - g_i}$$

$P_{i,0}$ is the price of stock i ,

D_i dividend of stock i ,

r_i a company-specific cost of capital, and

g_i assumed growth for that company.

r_i changes from company to company

Assume a model for company risk adjustment: CAPM.

$$r_i = r_f + \beta_i(E[r_m] - r_f)$$

Across companies, $(E[r_m] - r_f)$ is constant.

If we for each company estimate the β_i , we can calculate an *implicit market risk premium* as the average of estimated $(E[r_m] - r_f)$ across companies.

Estimating an implicit risk premium

The largest companies at the OSE, those in the OBX index.

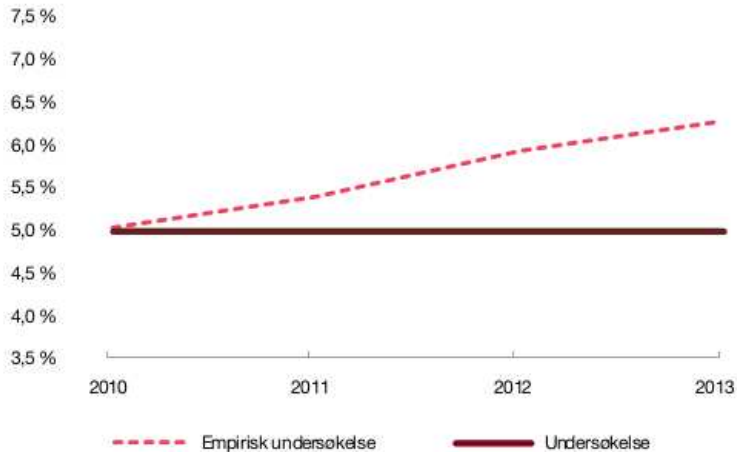
Figur 5.1: Median implisert risikopremie for OBX-listen fra Q1 2010 til Q3 2013



Implicit Risk premium From the 2014 study.

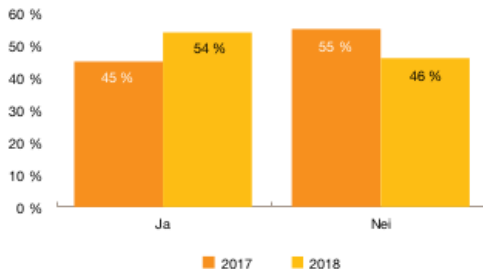
Estimating an implicit risk premium

Figur 5.2: Median implisert risikopremie og spørreundersøkelsen



Adjust for environment issues?

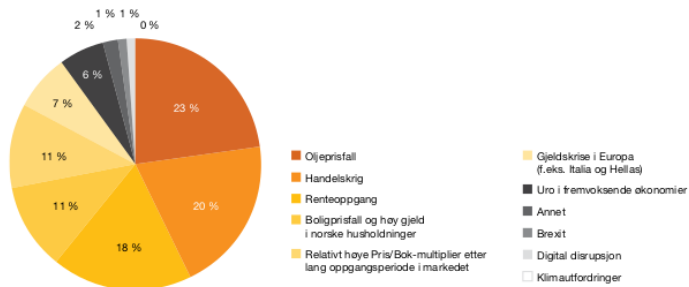
Figur 4.19: Bør det benyttes et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak performance knyttet til miljø og bærekraft?



From the 2018 investigation.

What risks do people foresee?

Figur 4.21: Risikofaktorer som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene



Oppsummering - 2018 studie

Hovedfunnene i årets studie:

- ▶ Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret på 5%.
- ▶ 10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. Andelen har gått ned fra fra 35% til 34% sammenlignet med fjorårets undersøkelse.
- ▶ 28% av respondentene benytter en normalisert langsiktig risikofri rente.
- ▶ 68% av respondentene svarer i år at de bruker 3% eller lavere som normalisert risikofri rente, hvilket er uendret fra i fjor.
- ▶ 42% av respondentene vil endre synet på markeds- risikopremien dersom risikofri rente endres. Av disse svarer 51% at en økning av risikofri rente øker markedsrisikopremien.
- ▶ 79% 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%.

Oppsummering - 2018 studie (forts)

- ▶ 75% av respondentene mener at man bør benytte 2,0% som langsiktig inflasjonsmål. I fjor mente 47% det samme. Norges Banks inflasjonsmål har blitt redusert fra 2,5% til 2,0% i perioden.
- ▶ Median av vekstraten i terminalleddet til en nåverdi- modell er 2,0%, i tråd med medianen av den langsiktige inflasjonsforventningen
- ▶ På lik linje med tidligere år mener en stor andel av respondentene (73%) at eierstruktur påvirker avkastningskravet på enkeltelskaper. Andelen som mener at statlig eierskap ikke har påvirkning på avkastningskravet er 59% sammenlignet med 48% i fjor.
- ▶ 54% av respondentene mener det bør være et påslag i avkastningskravet for selskaper med svak prestasjon knyttet til miljø og bærekraft. Av disse oppgir kun 61% å faktisk benytte et påslag.
- ▶ I år stilte vi for første gang spørsmålet "Hva mener du er de tre viktigste risikofaktorene som kan påvirke det norske aksjemarkedet de neste 12 månedene?". De tre faktorene flest valgte var:
 - ▶ Oljeprisfall (23%)
 - ▶ Handelskrig (20%)
 - ▶ Renteoppgang (18%)

Oppsummering, 2013-2014 undersøkelsen

- ▶ Markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5% for 2013 og 2014, og er uendret fra 2011 og 2012.
- ▶ 10-årig statsobligasjon benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. I likhet med tidligere år bemerker flere av respondentene at risikofri rente varierer med lengden på underliggende kontantstrøm, således kan den risikofrie renten være situasjonsbetinget.
- ▶ Respondentene er delte i synet på hvorvidt en endring i risikofri rente påvirker markedsrisiko- premien. Flere bemerker at hvorvidt man endrer syn på risikopremien er betinget av hva som ligger bak rentejusteringen.
- ▶ Hovedvekten av aktørene benytter et påslag (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper. For selskaper med markedsverdi over 2 milliarder er det relativt stor enighet blant respondentene om størrelsen på påslaget, mens det er større spredning i svarene for selskaper med verdi under 0,5 milliarder.
- ▶ Median kontrollpremie for selskaper på Oslo Børs ligger mellom 20%-30%.

Oppsummering, 2013-2014 undersøkelsen (forts)

- ▶ Forventet langsiktig inflasjon og nominell resultatvekst har begge en median på 2,5%.
- ▶ I likhet med tidligere års undersøkelser er det ingen entydige svar hva gjelder investeringshorisont for investeringer i aksjer blant respondentene. Median horisont er på 6-8 år.
- ▶ En stor andel av respondentene (75%) mener at eierstruktur påvirker avkastningskravet som settes på enkeltselskaper.
- ▶ 31% av respondentene mener at statlig eierskap øker avkastningskravet.
- ▶ En overordnet analyse av risikopremien på Oslo Børs indikerer en implisitt markedsrisikopremie på 5,6%. Analysen bygger på en kontrollpremie på 25%”