

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden

Studie mars 2009



Innehåll

Introduktion	1
Sammanfattning av årets studie	1
Marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden	3
Undersökningsmetodik	3
Marknadsriskpremien (ex ante)	4
Nivå på marknadsriskpremien	4
Riskfri ränta i avkastningskravet	6
Förändring av avkastningskravet på aktiemarknaden under det senaste året	6
Riskpremietillägg för små bolag	7
Tidpunkt för en vändning i konjunkturen	8

Denna rapport sammanfattar utfallet av 2009 års undersökning av marknadsriskpremien m.m. på den svenska aktiemarknaden. Undersökningen baseras på svar från aktörer som arbetar med aktieförvaltning, transaktionsrådgivning och värdering av aktier på den svenska aktiemarknaden PricewaterhouseCoopers Corporate Finance har genomfört denna typ av undersökning sedan 1997.

Studiens främsta syfte är att på ett konsistent sätt mäta och redovisa de svenska aktörernas uppfattning om storleken på den s.k marknadsriskpremien. I tillägg till detta så har vi en strävan att varje år komplettera enkäten med någon ytterligare fråga som belyser en aktuell frågeställning i marknaden. Vid tidpunkten för genomförandet av årets studie ser vi att börsföretagen påverkas starkt negativt av den globala konjunkturutvecklingen och att de aggregerade rapporterade resultatnivåerna sjunker. I årets studie har aktörerna fått redovisa sin bedömning av när börsföretagens aggregerade resultatnivåer åter kommer att vända uppåt i jämförelse med närmast föregående kvartal.

Vi vill rikta ett varmt tack till alla dem som har deltagit i årets undersökning och därigenom bidragit till de resultat vi presenterar.

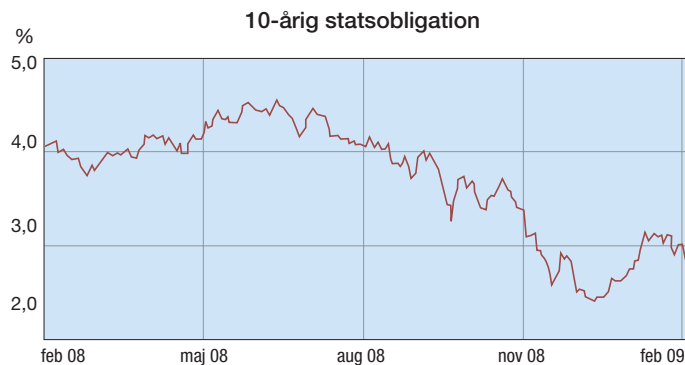
Sammanfattning av årets studie

Årets studie visar att marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden har ökat jämfört med föregående år. Enkätsvaren indikerar att riskpremien har ökat med 0,5 procentenheter till en nivå om ca 5,4%¹⁾, vilket motsvarar en ökning med ca 10% jämfört med föregående års studie.

Den långa riskfria räntan som används som en benchmark för det totala avkastningskravet på aktiemarknaden har samtidigt sjunkit från en nivå av 4,0% föregående år till en nivå av ca 3,4% i februari 2009. Det innebär att avkastningskravet på aktiemarknaden, trots den ökade marknadsriskpremien, kan beräknas vara lägre än vad som tillämpades för ett år sedan och uppgår till en nivå av ca 8,8%. Enligt föregående års studie beräknades avkastningskravet till 9,0%.



1) Genomsnitt av avgivna svar = 5,4% och medianvärde = 5,0%.



Mellan 15 februari 2008 och 15 februari 2009 sjönk Affärsvärldens generalindex med ca 32%. Med beaktande av resultatet från årets riskpremiestudie kan det konstateras att nedgången inte kan förklaras av ett ökat långsiktigt avkastningskrav på aktiemarknaden. Istället är sannolikt den främsta förklaringen att förväntningarna på bolagens framtida vinstutveckling radikalt har skrivits ned. Vidare kan nedgången förklaras av en allmänt upplevd ökad osäkerhet avseende aktiemarknadens utveckling i det kortare perspektivet.

Enligt de bedömningar som respondenterna i årets studie har redovisat finns en klar tyngdpunkt avseende förväntningar om att de ackumulerade kvartalsresultaten för företagen noterade på OMX Nordic i Stockholm kommer att vända uppåt någon gång under perioden Q4 2009 t o m Q2 2010. Flest bedömare tror att vändningen sker under Q1 2010.

Vid värdering av aktier i mindre bolag (här definierat som bolag med marknadsvärden understigande ca 5 Mdr kr) tillämpas högre avkastning i form av tillägg till den riskpremie som härleds med utgångspunkt från den undersökta marknadsriskpremien. Av tabellen nedan framgår medelvärden av de tillägg som tillfrågade aktörer anger tillämpas för respektive storleksklass. Som framgår noteras i årets studie även en ökning av nivåerna på risktillägg för de större bolagsklasserna, medan tillägget för de mindre storleksklasserna är i nivå med föregående år.

Storlek	Riskpremietillägg i genomsnitt	
	Feb 2009	Feb 2008
Börsvärde 5 000 MSEK	1,2%	0,6%
Börsvärde 2 000 MSEK	1,6%	1,3%
Börsvärde 500 MSEK	2,6%	2,5%
Börsvärde 100 MSEK	3,9%	3,9%

Marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden

Undersökningsmetodik

Det finns två ansatser som används vid studier avseende riskpremienvån på aktiemarknader: mätningar "ex post" respektive mätningar "ex ante".

Mätning av riskpremiens "ex post" innebär i korthet en jämförelse mellan den avkastning som över längre tidsperioder har erhållits genom kapitalplaceringar i aktieportföljer jämfört med i riskfria instrument. Studier av riskpremiens på den svenska marknaden "ex post" har genomförts av bl a de Ridder & Vinell för perioden 1937 till 1987 samt av Frennberg & Hansson för perioden 1919 till 1990. Resultatet av de Ridder & Vinells studie visade på en marknadsriskpremie på 8,9%. Frennberg & Hanssons studie uppmätte en riskpremie om 5,5%, vilken dock baserades på jämförelse med räntan på kortfristiga statsobligationer.

Riskpremiestudier "ex ante" grundas på mätningar av marknadsaktörers förväntningar om och krav på aktieplaceringars avkastning utöver den riskfria räntan. Denna typ av mätningar utförs av PricewaterhouseCoopers i ett flertal länder. Mätningarna genomförs i form av enkätundersökningar riktade till större kapitalplaceringare och andra aktörer på aktiemarknaderna i de aktuella länderna. I årets studier har större aktörer på den svenska aktiemarknaden tillfrågats om:

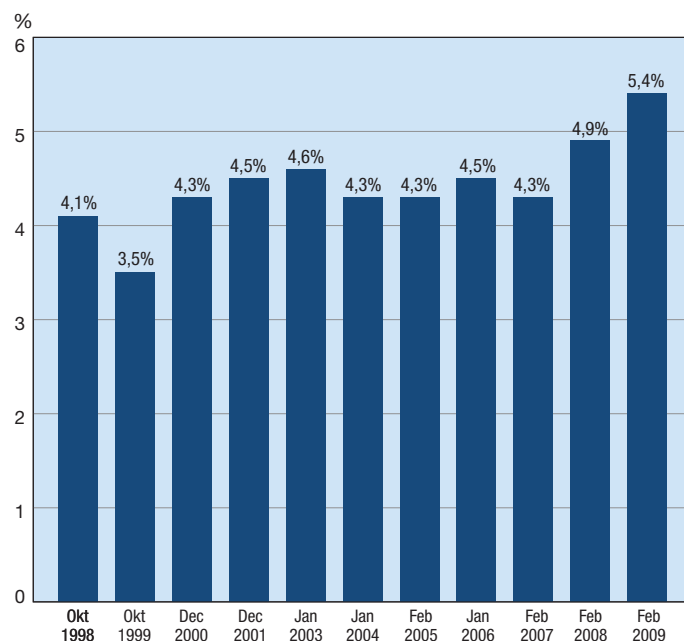
- Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen
- Avkastningskravets förändring mot föregående år
- Vilken underliggande ränta som anses utgöra den riskfria räntan
- Bedömning av den aktuella marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden
- Tillämpning av eventuella tillägg till marknadsriskpremien vid värdering av aktier i mindre bolag
- När aktörerna bedömer att de ackumulerade kvartalsresultaten på OMX Nordic börjar öka

Årets enkät skickades ut i januari och svar erhöles fram till mitten av februari. Totalt erhöles svar från drygt 30 aktörer i form av institutionella förvaltare, riskkapitalbolag, investmentbanker och rådgivare inom corporate finance.

Marknadsriskpremien (ex ante)

Nivå på marknadsriskpremien

I grafen nedan presenteras en sammanställning över utvecklingen av marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden under perioden oktober 1998 till februari 2009²⁾.



Genomsnittsvärdet av enkätsvaren för den bedömda marknadsriskpremien på Stockholmsbörsen per februari 2009 uppgår till 5,4%, vilket är det högsta estimatet under studiens historia. Jämfört med föregående års studie innebär det en ökning om 0,5 procentenheter.

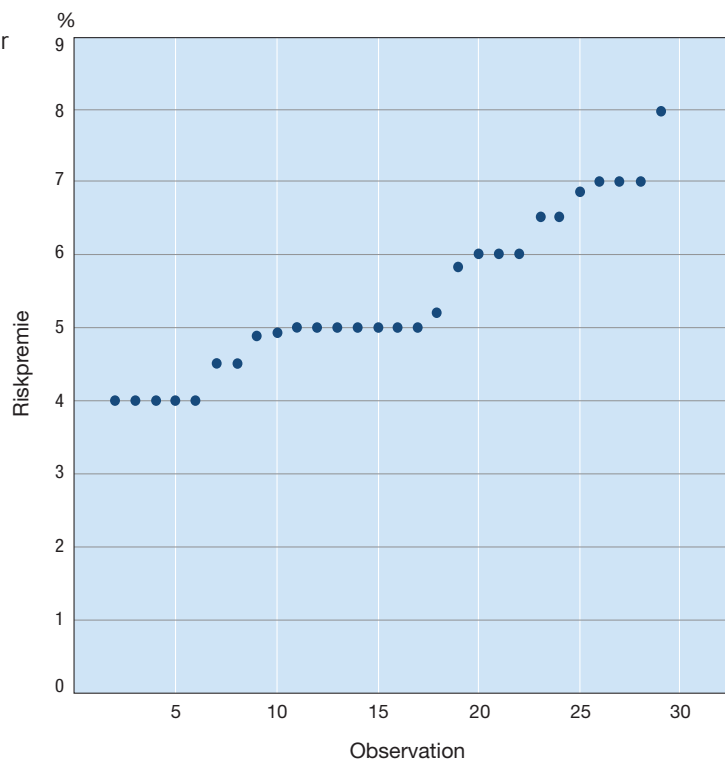
Medianvärdet har legat oförändrat jämfört med föregående år, det vill säga 5,0%. Efter en ökning av riskpremien under både 2008 och 2009 ligger marknadsriskpremien per februari 2009 1,1 procentenheter högre än nivån två år tidigare i februari 2007.

Riskpremie	Feb 2009	Feb 2008
Aritmetiskt medel	5,4%	4,9%
Median	5,0%	5,0%
Standardavvikelse	1,1	0,8
Antal svar	30	32

2) Mätt som genomsnitt av avgivna enkät svar.

Marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden

I grafen till höger redovisas spridningen av enkätsvaren. Alla svar utom ett ligger inom intervallet 4,0 till 7,0%.

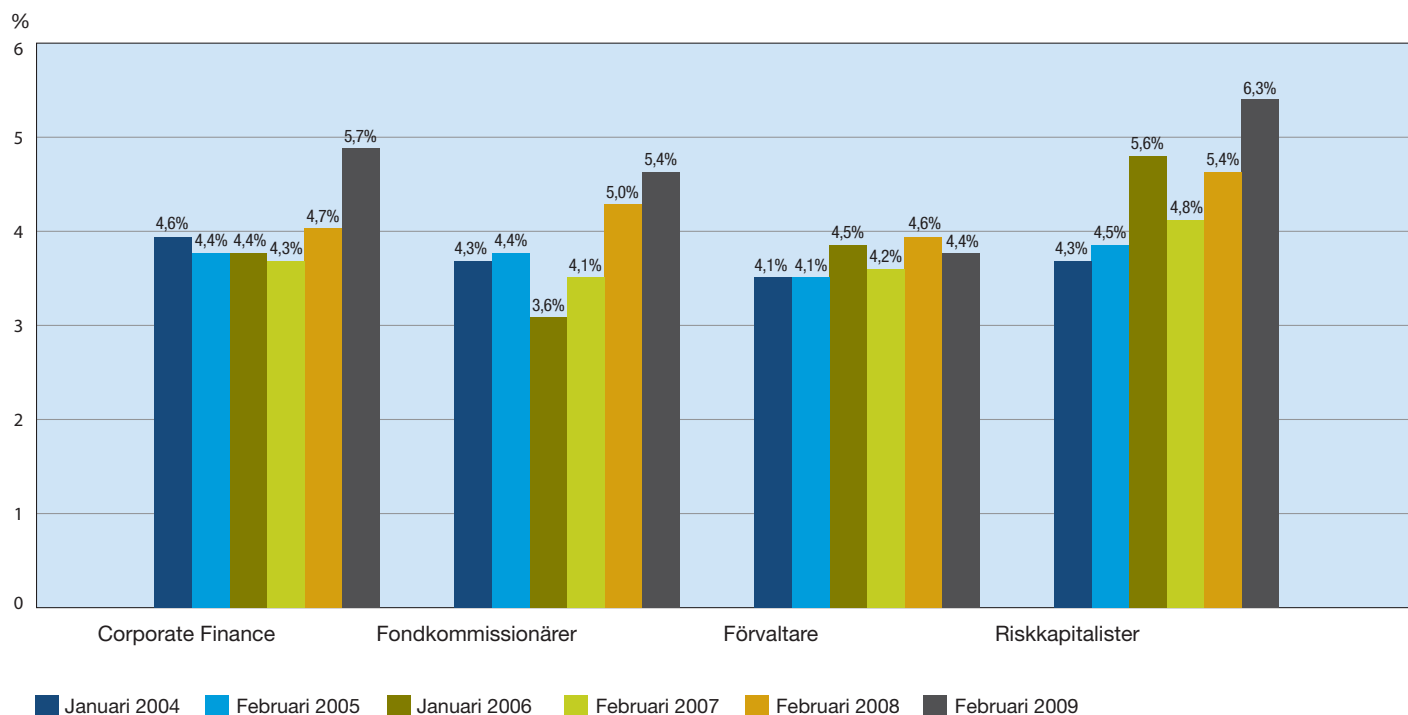


Enkätundersökningen har även omfattat uppfattningen om marknadsriskpremiens storlek bland olika kategorier av aktörer.

De aktörer som tillfrågats tillhör någon av följande kategorier: Corporate Finance, Fondkommissionärer, Förvaltare och Riskkapitalister. Resultatet av årets studie samt en jämförelse med tidigare års utfall presenteras i grafen nedan.

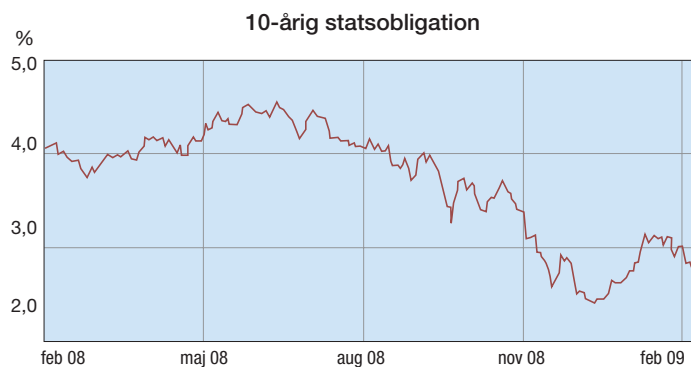
Respondenter i kategorin Corporate Finance har reviderat upp

sin uppfattning om marknadsriskpremien från 4,7% till 5,7%. Kategorin Fondkommissionärer har angett en ökad marknadsriskpremie, från 5,0% till 5,4%. Även kategorin Riskkapitalister har angett en ökad marknadsriskpremie, från 5,4% till 6,3%. Kategorin Förvaltare har emellertid angett en sänkning av riskpremien från 4,6% föregående år till 4,4% i år. Det är nu femte året i rad som kategorin Riskkapitalister anger den högsta marknadsriskpremien.



Risfri ränta i avkastningskravet

Majoriteten av respondenterna, ca 60%, angav att de använder den 10-åriga svenska statsobligationsräntan som den underliggande riskfria räntan vid fastställande av avkastningskrav på aktier. Drygt 20% svarade att de använder den 5-åriga statsobligationsräntan medan knappt 20% angav att de använder andra räntor (såväl långa som korta) än statsobligationsräntor.



Förändring av avkastningskravet på aktiemarknaden under det senaste året

Av respondenterna bedömer 43% att avkastningskravet på aktiemarknaden har ökat jämfört med februari 2008, medan 17% svarar att avkastningskravet enligt deras bedömning har minskat.

Med beaktande av svaren kring storleken på marknadsriskpremien samt utvecklingen av den långa riskfria räntan kan det totala avkastningskravet på aktiemarknaden beräknas ha minskat med 0,2 procentenheter jämfört med i februari 2008. Detta överensstämmer dock inte med svaren på den explicita frågan kring avkastningskravets förändring som i genomsnitt istället indikerar en ökning på 0,6 procentenheter.

Rispremiumtillägg för små bolag

Enligt ett flertal empiriska undersökningar kan inte samma avkastningskrav tillämpas för värdering av aktier i större börsnoterade bolag som för värdering av aktier i mindre bolag. Empiriska studier visar vidare att aktier i mindre bolag värderas

med tillämpning av högre avkastningskrav än vad som gäller för större börsnoterade bolag och vad som kan härledas från en strikt tillämpning av CAPM.

För den amerikanska aktiemarknaden presenteras studieresultat årligen i Ibbotson's "Risk Premia Over Time Report". Av Ibbotson angivna riskpremiumtillägg grundas på analys av långsiktiga skillnader i erhållen avkastning på aktieplaceringar beroende av bolagens marknadsvärde. De tillägg till marknadsriskpremien som anges i Ibbotson's "Risk Premia Over Time Report 2008" framgår av tabellen nedan.

Marknadsvärde i MUSD	Marknadsvärde i miljarder SEK*	Tillägg till riskpremie
725 till 1129	6,1 till 9,4	2,2 %
364 till 724	3,0 till 6,0	2,6 %
212 till 363	1,8 till 2,9	4,0 %

*Räknat på en kurs motsvarande 8,35 SEK / USD

Mot denna bakgrund tillfrågades aktörerna i vår undersökning om de tillämpar tillägg till avkastningskravet som härleds enligt CAPM för värdering av mindre bolag. Ifall tillägg tillämpades, ombads aktörerna kvantifiera detta med utgångspunkt i fyra olika storleksklasser av bolag (storlek definierat som börsvärde).

Majoriteten av respondenterna, 80%, angav att de tillämpar storleksrelaterade tillägg till riskpremien för mindre bolag. I tabellen nedan sammanfattas den genomsnittligt beräknade nivån för respektive storleksklass utifrån de erhållna svaren. I tabellen anges även genomsnittligt tillämpade storleksrelaterade tillägg enligt föregående års studie. Årets studie visar att det genomsnittliga tillägget för bolag inom de två minsta kategorierna (börsvärde upp till 100 och 500 MSEK) ligger i det närmaste oförändrat samtidigt som tillägget för bolag med ett börsvärde om 2 miljarder respektive 5 miljarder kr har ökat.

Storlek	Riskpremiumtillägg i genomsnitt	
	Feb 2009	Feb 2008
Börsvärde 5 000 MSEK	1,2%	0,6%
Börsvärde 2 000 MSEK	1,6%	1,3%
Börsvärde 500 MSEK	2,6%	2,5%
Börsvärde 100 MSEK	3,9%	3,9%

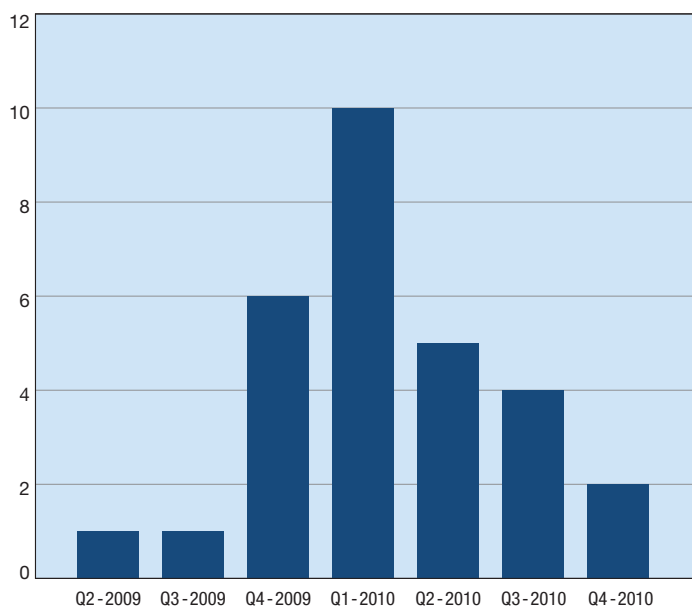
Tidpunkt för en vändning i konjunkturen

Finanskrisen har under den senaste tiden blivit mer omfattande och fått större spridning än vad de flesta bedömare trodde för ett år sedan. Osäkerheten kring tidpunkten för en vändning till ett förbättrat konjunkturläge är också stor.

Mot bakgrund av ovan ställdes i årets undersökning en fråga om deltagarnas uppfattning om när konjunkturläget förändras så att de ackumulerade kvartalsresultaten för företagen noterade på OMX Nordic i Stockholm börjar öka jämfört med tidigare kvartalsresultat.

Nedan redovisas fördelningen av respondenternas uppfattningar. Det mest frekvent förekommande svarsalternativet var att kvartalsvinsterna vänder upp under Q1 2010, vilket angavs av 34% av de tillfrågade aktörerna. 72% angav att kvartalsvinsterna vänder upp någon gång under Q 4 år 2009 till Q 2 år 2010.

Tidpunkt för vändning i konjunkturen



PricewaterhouseCoopers i Sverige är marknadsledande inom revision, redovisning, skatt och affärsrådgivning med 3 400 medarbetare och kontor på 125 orter runt om i landet. Med erfarenhet och unik branschkunskap utvecklar vi värden för våra 60 000 kunder vilka utgörs av globala företag, svenska storföretag och organisationer, mindre och medelstora, främst lokala företag samt den offentliga sektorn.

PricewaterhouseCoopers i Sverige drivs som en självständig och oberoende juridisk enhet. Vi ingår i det globala nätverket PricewaterhouseCoopers som är världens största nätverk inom revision, skatte- och affärsrådgivning. Vi delar våra kunskaper, erfarenheter och lösningar med 155 000 medarbetare i 153 länder för att utveckla nya perspektiv och praktiska råd.