

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden

Studie mars 2008



Öhrlings

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Innehåll

Sammanfattning

Introduktion	3
Avkastningskravet på aktiemarknaden	3
Börsbolagens vinstutveckling 2008	3

Marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden

Undersökningsmetodik	4
Marknadsriskpremien (ex ante)	4
<i>Nivå på marknadsriskpremien</i>	4
<i>Risfri ränta i avkastningskravet</i>	6
<i>Förändring av avkastningskravet under det senaste året</i>	6
Riskpremietillägg för små bolag	6

Börsbolagens vinstutveckling 2008

Kontaktpersoner

Peter Lundblad
0709-29 30 77
peter.lundblad@se.pwc.com

Stephan Révay
0709-29 33 98
stephan.revay@se.pwc.com

Sammanfattning

Introduktion

Denna rapport sammanfattar utfallet av undersökningen av marknadsriskpremien m.m. på den svenska aktiemarknaden 2008. Öhrlings PricewaterhouseCoopers Corporate Finance har genomfört denna typ av undersökning sedan 1997.

Utöver att vi genom studien varje år kan redovisa en oberoende bedömning av storleken på marknadsriskpremien, så är en strävan att varje år komplettera enkäten med frågor som kan ge ytterligare belysning åt någon aktuell aktievärdesrelaterad fråga. I år har enkäten omfattat en fråga för att belysa marknadsaktörernas förväntningar på börsbolagens genomsnittliga vinstutveckling för 2008 jämfört med föregående år. Denna fråga är intressant mot bakgrund av den osäkerhet som råder avseende världsekonomin läge och framtida utveckling, som i hög grad påverkar de svenska börsbolagens finansiella utveckling.

Vi vill rikta ett varmt tack till de aktörer på den finansiella marknaden som har deltagit i årets undersökning och därigenom bidragit till de resultat vi presenterar.

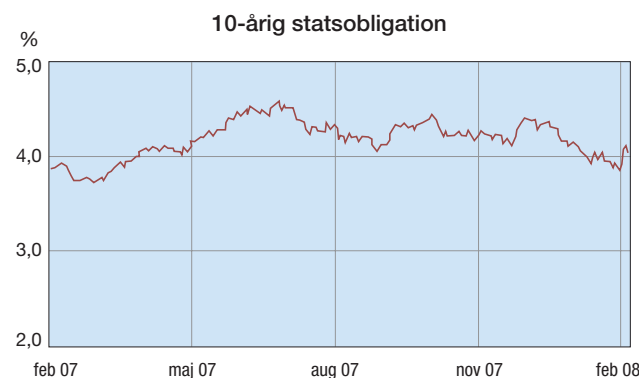
Avkastningskravet på aktiemarknaden

Årets studie visar att marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden har ökat relativt kraftigt jämfört med föregående år. Enkätsvaren indikerar att riskpremien har ökat till en nivå om ca 5,0 procent¹⁾, vilket är en ökning med 15 till 20 procent jämfört med de tillfrågade aktörernas bedömning för ett år sedan.

I februari 2008 uppgick den riskfria räntan på 10-åriga statsobligationer, som de flesta aktörer använder som bas vid fastställande av avkastningskrav i aktievärderingar, till ca 4,0 procent, vilket innebär att det genomsnittliga avkastningskravet på den svenska aktiemarknaden i februari 2008 kan beräknas ha uppgått till ca 9,0 procent. Därmed kan det totala avkastningskravet på aktiemarknaden mellan februari 2007 och februari 2008 beräknas ha ökat med nära en procentenhet, vilket motsvarar en ökning om ca 10 procent.

Mellan 15 februari 2007 och 15 februari 2008 sjönk Affärsvärldens generalindex med ca 23 procent. Det ökade avkastningskravet på aktiemarknaden kan beräknas förklara en stor del av denna nedgång. En annan förklaringsfaktor är sannolikt sänkta förväntningar på bolagens långsiktiga vinstutveckling (frågan om vinstutvecklingen 2008 har undersökts djupare och redovisas nedan).

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 mindre bolagsklasserna, medan däremot det noteras en minskning av tillägget för den största klassen.



1) Genomsnitt av avgivna svar = 4,9% och medianvärde 5,0%

Storlek	Riskpremietillägg i genomsnitt	
	Feb 2008	Feb 2007
Börsvärde 5 000 MSEK	0,6%	1,0%
Börsvärde 2 000 MSEK	1,3%	1,3%
Börsvärde 500 MSEK	2,5%	2,0%
Börsvärde 100 MSEK	3,9%	3,1%

Börsbolagens vinstutveckling 2008

Efter en längre period med ökande vinster bland de svenska börsbolagen har den senaste tidens händelser på de ekonomiska marknaderna orsakat stor osäkerhet avseende den framtida vinstutvecklingen bland många aktörer på marknaden. Det största orosmolnet är konjunkturutvecklingen i USA och dess inverkan på övriga marknader, vilket är intimt förknippat med osäkerheten avseende finanskrisens utveckling och spridningseffekter. Historien har visat att vinstutvecklingen ofta är som svårast att förutspå inför en eventuell konjunkturumvälvning.

Mot bakgrund av ovan ställdes i årets undersökning en fråga om deltagarnas uppfattning om de svenska börsbolagens genomsnittliga vinstutveckling under 2008. Drygt 55 procent av respondenterna prognostiserar att börsbolagens vinster ökar, knappt 30 procent tror på oförändrade nivåer och ca 15 procent förutspår sjunkande vinster under 2008.

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 riskpremien "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 riskpremien 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 procent. Frennberg & Hanssons studie uppmätte en riskpremie om 5,5 procent, 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 kapitalplaceringar och andra aktörer på aktiemarknaderna i de aktuella länderna. I årets studier har större aktörer på den svenska aktiemarknaden tillfrågats om:

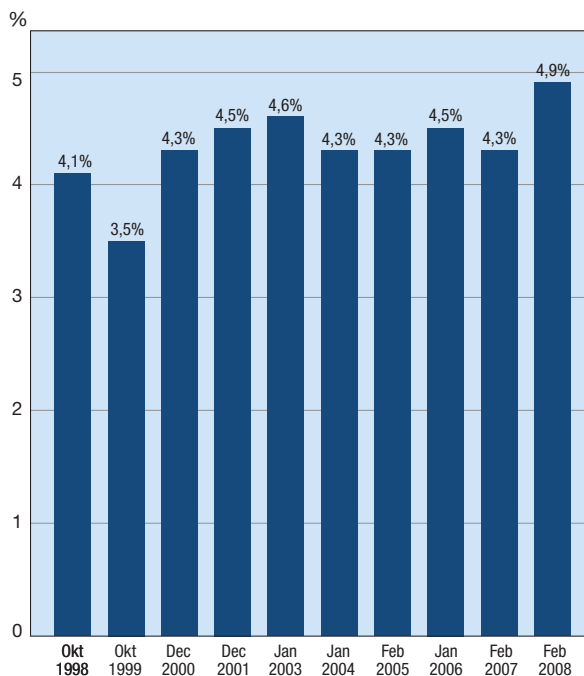
- Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen
- Avkastningskravets förändring mot föregående år
- Vilken underliggande ränta som anses utgöra den riskfria räntan
- Bedömning av den aktuella marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden
- Tillämpning av eventuella tillägg till marknadsriskpremien vid värdering av aktier i mindre bolag

Årets enkät skickades ut i januari och svar erhöles fram till inledningen av mars. Totalt tillfrågades 54 aktörer och svarsfrekvensen uppgick till ca 60 procent.

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 2008²⁾.

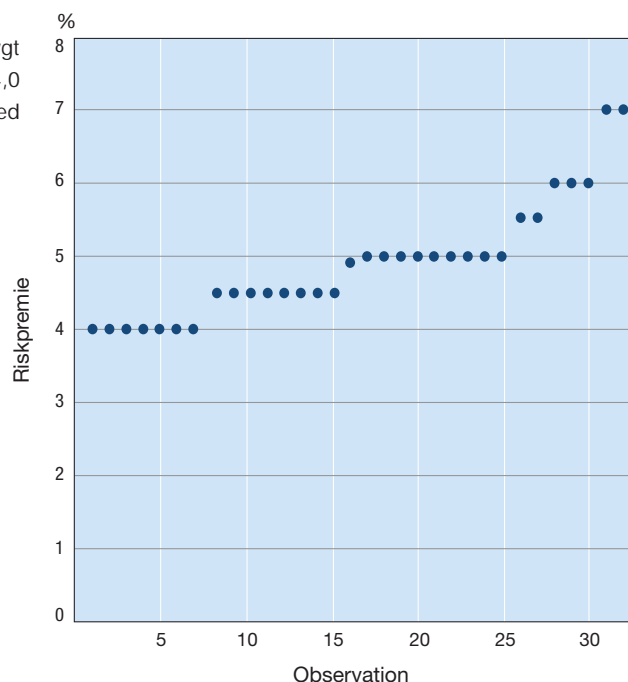


Genomsnittsvärdet av enkätsvaren för den bedömda marknadsriskpremien på Stockholmsbörsen per februari 2008 uppgår till 4,9 procent, vilken är det högsta estimatet under vår studies historia. Jämfört med föregående års studie innebär det en ökning om 0,6 procentenheter. Medianvärdet har ökat med 0,9 procentenheter från 4,1 procent till 5,0 procent. Efter minskningen av riskpremien från 4,5 procent till 4,3 procent vid föregående års mätning har medelvärdet ökat betydligt, även i jämförelse med nivåerna om 4,6 procent som noterades i 2003 års studie.

Riskpremie	Feb 2008	Feb 2007
Aritmetiskt medel	4,9%	4,3%
Median	5,0%	4,1%
Standardavvikelse	0,8	0,7
Antal svar	32	30

2) Mätt som genomsnitt av angivna enkätsvar

I grafen till höger redovisas spridningen av enkätsvaren. Drygt 90 procent av svaren i årets studie ligger inom intervallet 4,0 till 6,0 procent, vilket innebär att spridningen är i linje med föregående års mätning.

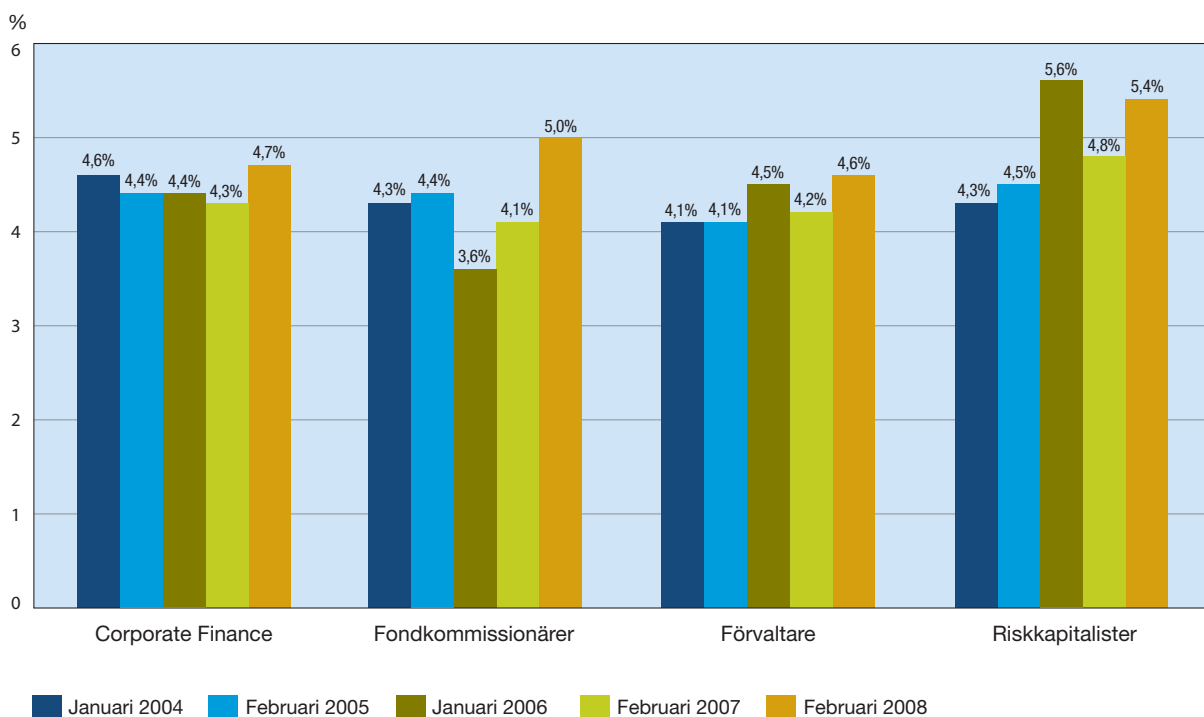


Enkätundersökningen har även omfattat uppfattningen om marknadsriskpremiens storlek bland olika kategorier av aktörer. De aktörer som tillfrågats tillhör någon av följande kategorier: Corporate Finance, Fondkommissionärer, Förvaltare och Riskkapitalister. Resultatet av årets studie samt en jämförelse med tidigare års utfall presenteras i grafen nedan.

Respondenter i kategorierna Förvaltare och Corporate Finance har uppgivit ungefär samma nivå på marknadsriskpremiens; 4,6- respektive 4,7 procent. Fondkommissionärer och Riskkapitalister ligger högre i sina bedömningar av mark-

nadsriskpremiens på, i genomsnitt, 5,0- respektive 5,4 procent. Av ovanstående sammanställning framgår att Riskkapitalister även i tidigare års studier tenderat att ligga högre än övriga kategorier. Det motsatta gäller för Fondkommissionärer som i årets undersökning noterar en betydande ökning i sin uppfattning om marknadsriskpremiens.

Spridningen i de olika kategoriernas uppfattning om marknadsriskpremiens motsvarar föregående års resultat. Samtliga kategorier har reviderat upp sin bedömning jämfört med februari 2007.

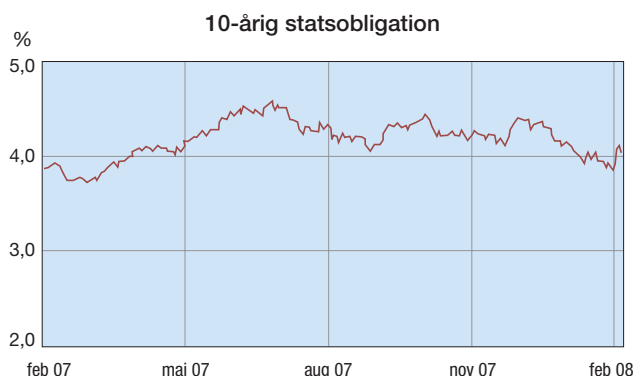


Risikfri ränta i avkastningskravet

Majoriteten av respondenterna, drygt 65 procent, angav att de använder den 10-åriga svenska statsobligationsräntan som den underliggande riskfria räntan vid fastställande av avkastningskrav på aktier. Knappt 20 procent svarade att de använder den 5-åriga statsobligationsräntan medan övriga ca 15 procent angav att de använder andra (såväl långa som korta) räntor än statsobligationsräntor.

Förändring av avkastningskravet under det senaste året

Av respondenterna bedömer 69 procent att avkastningskravet har ökat jämfört med februari 2007 och resterande 31 procent anser att avkastningskravet är oförändrat. Ingen av respondenterna gör bedömningen att avkastningskravet har minskat. De aktörer som gör bedömningen att avkastningskravet har ökat uppger en genomsnittlig ökning om 1,2 procentenheter. Medelvärde för samtliga aktörer påvisar en ökning av avkastningskravet om 0,8 procentenheter. Svaren på denna fråga stämmer väl med den förändring av avkastningskravet som kan beräknas med beaktande av förändringarna i marknadsriskpremien och den riskfria räntan mellan februari 2007 och februari 2008.



Risikpremietillägg 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 studie-resultat årligen i Ibbotson's "Risk Premia Over Timer Report". Av Ibbotson angivna riskpremietillägg 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 Timer Report 2008" framgår av tabellen nedan.

Storlek	Marknadsvärde i MUSD	Marknadsvärde i miljarder SEK*	Tillägg till riskpremie
Mid-cap companies	< 9 207	< 59,5	0,92%
Low-cap companies	< 2 412	< 15,6	1,65%
Micro-cap companies	< 723	< 4,7	3,65%

* Räknat på en kurs motsvarande 6,47 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 procent, 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- respektive 500 MSEK) har ökat samtidigt som tillägget för bolag med ett börsvärde överstigande 5 miljarder kr har minskat

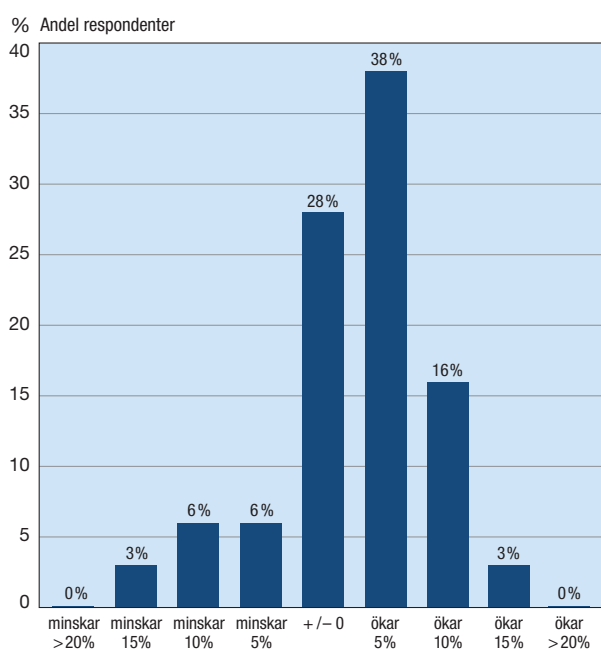
Storlek	Riskpremietillägg i genomsnitt	
	Feb 2008	Feb 2007
Börsvärde 5 000 MSEK	0,6%	1,0%
Börsvärde 2 000 MSEK	1,3%	1,3%
Börsvärde 500 MSEK	2,5%	2,0%
Börsvärde 100 MSEK	3,9%	3,1%

Börsbolagens vinstutveckling 2008

Efter en längre period med ökande vinster bland börsbolagen har den senaste tidens händelser på de ekonomiska marknaderna orsakat stor osäkerhet avseende den framtida vinstutvecklingen bland många aktörer på marknaden. Det största orosmolnet är konjunkturutvecklingen i USA och dess inverkan på övriga marknader, vilket är intimt förknippat med osäkerheten avseende finanskrisens utveckling och spridningseffekter.

Mot bakgrund av ovan ställdes i årets undersökning en fråga om deltagarnas uppfattning om de svenska börsbolagens genomsnittliga vinstutveckling, definierad som vinst efter skatt, under 2008.

Nedan redovisas möjliga svarsalternativ samt fördelningen av respondenternas uppfattningar. Det mest frekvent förekommande svarsalternativet var att börsbolagens genomsnittliga vinster ökar med 5 procent under 2008, vilket angavs av 38 procent av de tillfrågade aktörerna. 28 procent av respondenterna förutspår en oförändrad genomsnittlig vinstnivå. Totalt sett tror fler av de tillfrågade aktörerna, 56 procent, att vinsterna ökar, medan 16 procent prognostiserar sjunkande vinstnivåer.



www.pwc.com/se

Öhrlings PricewaterhouseCoopers är Sveriges ledande företag inom revision och rådgivning med 3 100 medarbetare och kontor på 125 orter runt om i landet. De 60 000 kunderna utgörs av globala företag, svenska storföretag och organisationer, mindre och medelstora, främst lokala företag samt den offentliga sektorn. I tjänsteutbudet ingår förutom revision även redovisning, riskhantering, skatterådgivning, corporate finance och annan revisionsnära rådgivning.

Öhrlings PricewaterhouseCoopers ingår i PricewaterhouseCoopers som är världens största nätverk inom revision och rådgivning med mer än 146 000 medarbetare i 150 länder världen över.

Öhrlings

PRICEWATERHOUSECOOPERS 