

---

# *Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*



---

***Maj 2018***

*Rapporten presenterar marknadsriskpremien och andra komponenter som krävs för att kunna uppskatta avkastningskravet på den svenska aktiemarknaden.*

# Innehåll

3

Förord

4

Sammanfattning av  
årets studie

6

Undersöknings-  
metodik

7

Avkastningskravet  
för aktieplaceringar  
på Stockholmsbörsen

8

Marknadsrisk-  
premien (ex ante)

12

Riskfri ränta i  
avkastningskravet

13

Storleksrelaterat  
riskpremietillägg

14

Normaliserad  
långsiktig riskfri ränta

15

Valresultatets påverkan  
på utvalda sektorers  
avkastning på  
Stockholmsbörsen

# Förord

**Denna rapport sammanfattar utfallet av 2018 års undersökning av bland annat marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden. Undersökningen baseras på svar från aktörer i form av Förvaltare, Riskkapitalister, Fondkommissionärer och rådgivare inom Corporate Finance. Denna typ av undersökning har genomförts av Corporate Finance inom PwC sedan 1998.**

Studiens främsta syfte är att regelbundet mäta och redovisa de svenska aktörernas uppfattning om storleken på den så kallade marknadsriskpremien. Vidare tillfrågas marknadsaktörerna om deras uppfattning avseende storleksrelaterade riskpremietillägg och val av referensränta för en riskfri investering.

I ljuset av fortsatt historiskt låga statslåneräntor har vi undersökt marknadsaktörernas syn på vad de anser vara en normaliserad långsiktig riskfri ränta.

I tillägg till detta har vi en strävan att varje år komplettera med en fråga som belyser en aktuell frågeställning på marknaden.

Mot bakgrund av rådande politiskt läge inför riksdagsvalet till hösten har vi i årets studie ställt en fråga om hur olika koalitionsregeringar under de första 100 dagarna efter valet förväntas påverka välfärds-, fastighets- och finanssektorns respektive avkastning på Stockholmsbörsen.

*Vill du veta mer är du välkommen att kontakta oss!*



**Jon Walberg**

Partner och ansvarig för  
värderingsenheten på PwC  
0709-29 32 11  
jon.walberg@pwc.com

# Sammanfattning av årets studie

Årets studie visar att marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden har minskat jämfört med föregående år. Svaren implicerar en marknadsriskpremie på den svenska aktiemarknaden om 6,4%. Marknadsriskpremien är således i linje med 2013 års studie.

Det totala avkastningskravet på placeringar i stora noterade bolag uppmättes vid årets studie till 7,2%. Det totala avkastningskravet är därmed oförändrat jämfört med föregående års studie, vilket förklaras av en marginellt högre riskfri ränta och den något lägre marknadsriskpremien. Under genomförandet av årets studie var den genomsnittliga riskfria ränta för en svensk 10-årig statsobligation cirka 0,8%.

Från slutet av mars 2017 till slutet av mars 2018 har Affärsvärldens generalindex haft en marginell nergång. Det nästintill oförändrade generalindexet kan delvis förklaras av ett konstant avkastningskrav och avsaknad av större förändringar i börsbolagens förväntade vinstutveckling.

För mindre bolag är avkastningskraven vanligtvis högre än för de största börsbolagen. I tabellen nedan visas medelvärden av de tillägg som respondenterna tillämpar för respektive storleksklass. Årets studie vi-

sar att storleksrelaterade risktillägg för storleksklasserna 5 miljarder kr och 500 miljoner kr har justerats ned något jämfört med förra året, medan storleksklassen 100 miljoner kr har ökat med 0,1 procentenheter. För bolag med ett marknadsvärde om 2 miljarder kr anger respondenterna samma risktillägg som förra året.

Majoriteten av respondenterna i årets studie förväntar sig att en blå regering skulle ha en positiv inverkan medan en röd regering skulle ha en negativ inverkan på utvalda sektorer.

## Huvudsakliga slutsatser

Riskkapitalister har angett en minskning av avkastningskravet med 1,1 procentenheter från föregående år. Utvecklingen är en fortsättning på en fallande trend, vilket ligger i linje med stigande transaktionsmultiplar på marknaden.

Respondenterna i årets studie bedömer att en normaliserad riskfri ränta motsvarar 2,9% trots att statslåneräntan inte har varit uppe i dessa nivåer sedan våren 2011. Det utdragna lågränteklimatet tycks inte ha påverkat respondenternas uppfattning om en normal räntenivå.

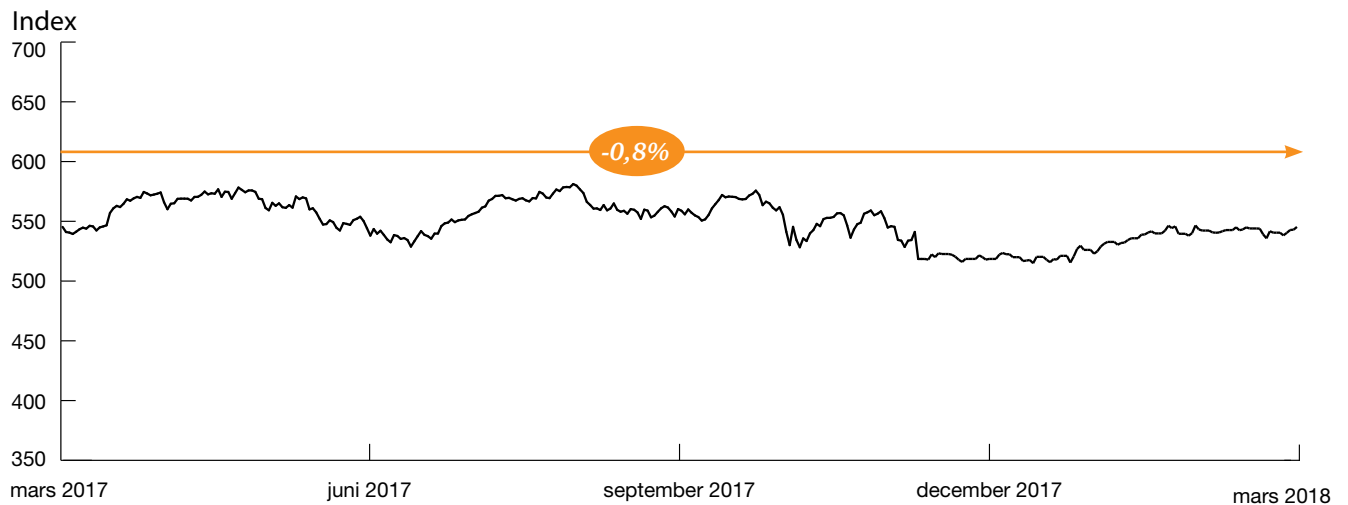
## Storleksrelaterat riskpremietillägg

Storlek	Mars 2017	Mars 2018
Börsvärde 5 000 MSEK	0,6%	0,5%
Börsvärde 2 000 MSEK	1,2%	1,2%
Börsvärde 500 MSEK	2,4%	2,3%
Börsvärde 100 MSEK	3,8%	3,9%

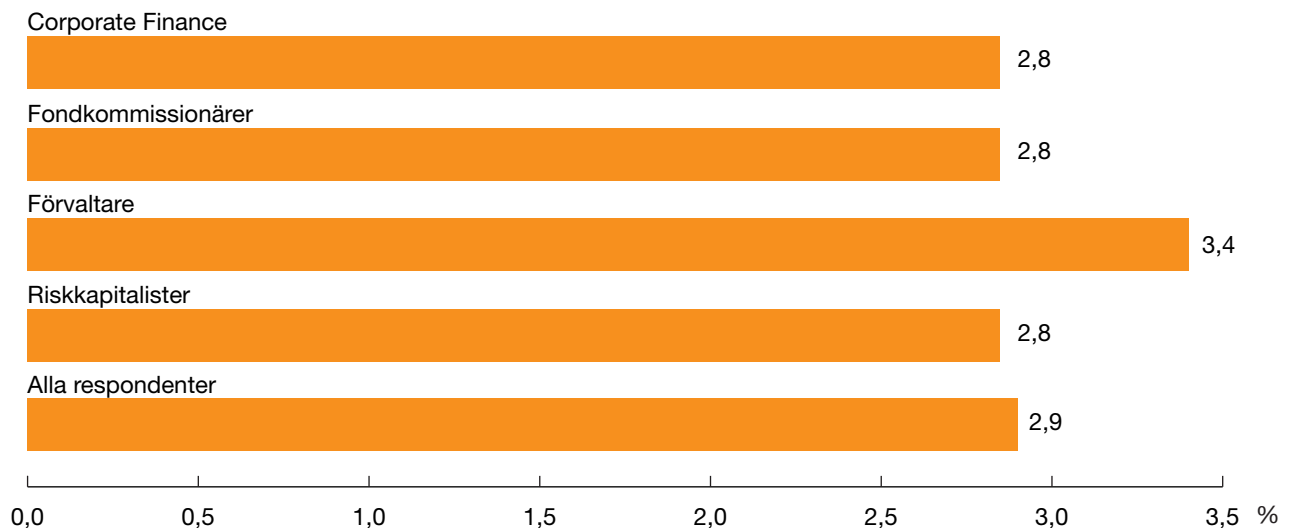
*”Det totala avkastningskravet på placeringar i stora noterade bolag uppmättes vid årets studie till 7,2%. Det totala avkastningskravet är därmed oförändrat jämfört med föregående års studie.”*

## Affärsvärldens generalindex

Källa: Bloomberg



## Normaliserad riskfri ränta



# Undersökningsmetodik

Det finns två ansatser som används vid studier avseende riskpremienivån på aktiemarknader, mätningar "ex post" respektive mätningar "ex ante". Mätning av riskpremie "ex post" innebär i korthet en jämförelse mellan den avkastning som över längre tidsperioder har erhållits genom kapitalplaceringar i aktieportföljer och avkastningen på riskfria instrument.

Studier av riskpremie på den svenska marknaden "ex post" har genomförts av bland annat 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 om 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 PwC 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 studie har 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 marknadsriskpremie på den svenska aktiemarknaden.
- Tillämpning av eventuella tillägg till marknadsriskpremie vid värdering av aktier i mindre bolag.
- Vad som anses utgöra en normaliserad långsiktig nivå för den riskfria räntan.
- Hur olika koalitionsregeringar förväntas påverka utvalda sektorer avkastning på Stockholmsbörsen under de kommande 100 dagarna efter valet.

Enkät svar lämnades under perioden 9 mars till 27 mars 2018. Totalt erhöles svar från 40 aktörer i form av Förvaltare, Riskkapitalister, Fondkommissionärer och rådgivare inom Corporate Finance.

# Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen

I diagrammet nedan presenteras respondenternas åsikt om avkastningskravet<sup>1</sup> för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen för 2018, med 2014-2018 som jämförelser. Svaren i årets studie ligger inom intervallet 5,0% till 10,0%.

För kategorierna Corporate Finance och Fondkommissionärer har uppfattningen om avkastningskravet ökat jämfört med föregående års studie.

Kategorin Fondkommissionärer har angett den största ökningen av avkastningskravet 0,8 procentenheter, från 6,5% föregående år till 7,3% i år. Det kan noteras att denna nivå är i linje med jämförelseåren 2014-2016.

Corporate Finance-aktörer har angett en ökning av avkastningskravet jämfört med föregående år om 0,2 procentenheter, från 7,4% till 7,6%.

För kategorierna Förvaltare och Riskkapitalister har uppfattningen om avkastningskravet sjunkit jämfört med föregående års studie.

Kategorin Förvaltare har angett ett minskat avkastningskrav jämfört med föregående år om 0,5 procentenheter, från 7,0% till 6,5%.

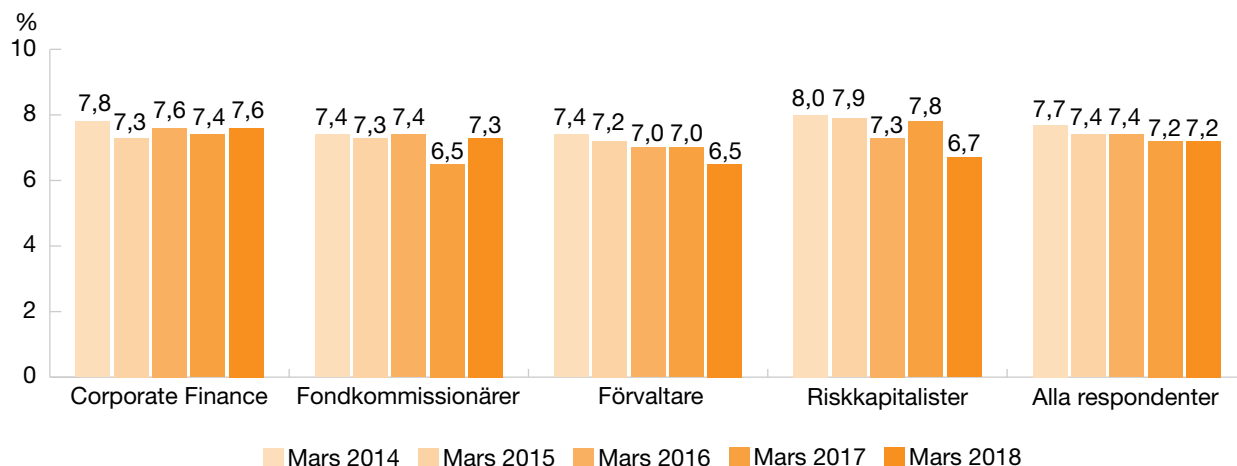
Riskkapitalister har angett den största minskningen av avkastningskravet om 1,1 procentenheter, från 7,8% under föregående år till 6,7% i år.

Den genomsnittliga uppfattningen om det totala avkastningskravet är oförändrad jämfört med 2017 års nivå om 7,2%. Det kan noteras att denna nivå, tillsammans med förra årets studie, är lägre än samtliga av de övriga jämförelseåren.

Respondenterna blev också tillfrågade hur deras uppfattning om avkastningskravet har förändrats gentemot föregående år. Studien visar att respondenterna, i genomsnitt, anser att avkastningskravet är oförändrat, vilket indikerar en i stora drag oförändrad risknivå på Stockholmsbörsen.

1. Definerat som det avkastningskrav som gäller för värdering av aktier i stora noterade bolag förutsatt ett betavärde om 1,0.

## Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen per kategori



# Marknadsriskpremien (ex ante)

## Nivå på marknadsriskpremien

I diagrammet nedan presenteras en sammanställning över utvecklingen av marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden under perioden oktober 1998 till mars 2018<sup>2</sup>.

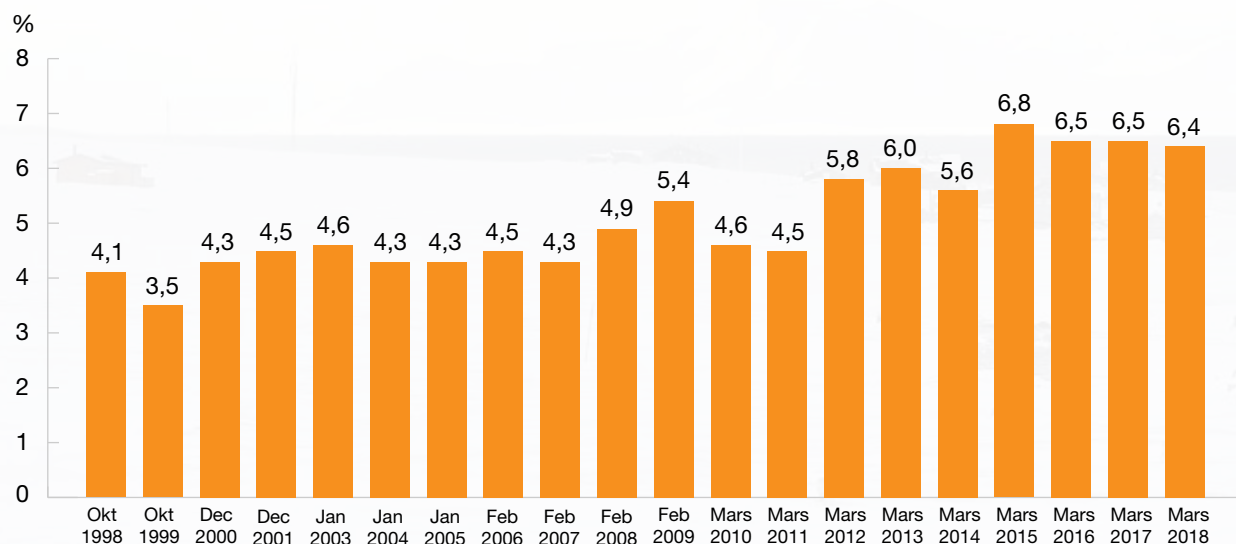
Genomsnittsvärdet för marknadsriskpremien på Stockholmsbörsen per mars 2018 uppgick till 6,4%, vilket är något lägre jämfört med förgående års studie om 6,5%. Medianvärdet vid årets studie uppgick till 6,2%.

### Marknadsriskpremie mars 2018

Aritmetiskt medel	6,4%
Median	6,2%
Standardavvikelse	1,2 procentenheter
Antal svar	40

2. Mätt som aritmetiskt medelvärde av implicit beräknad marknadsriskpremie givet den under mätperioden rådande räntan på en 10-årig svensk statsobligation.

### Utveckling av marknadsriskpremien







***”Riskkapitalister och Fondkommissionärer är de kategorier som uppvisar högst, respektive lägst, marknadsriskpremie i årets studie.”***

I grafen på nästa sida redovisas spridningen av enkätsvaren. Samtliga svar i årets studie återfinns inom intervallet 4,2% till 9,2%.

Kategorin Corporate Finance har ökat sin uppfattning om marknadsriskpremie från 6,7% till 6,9%.

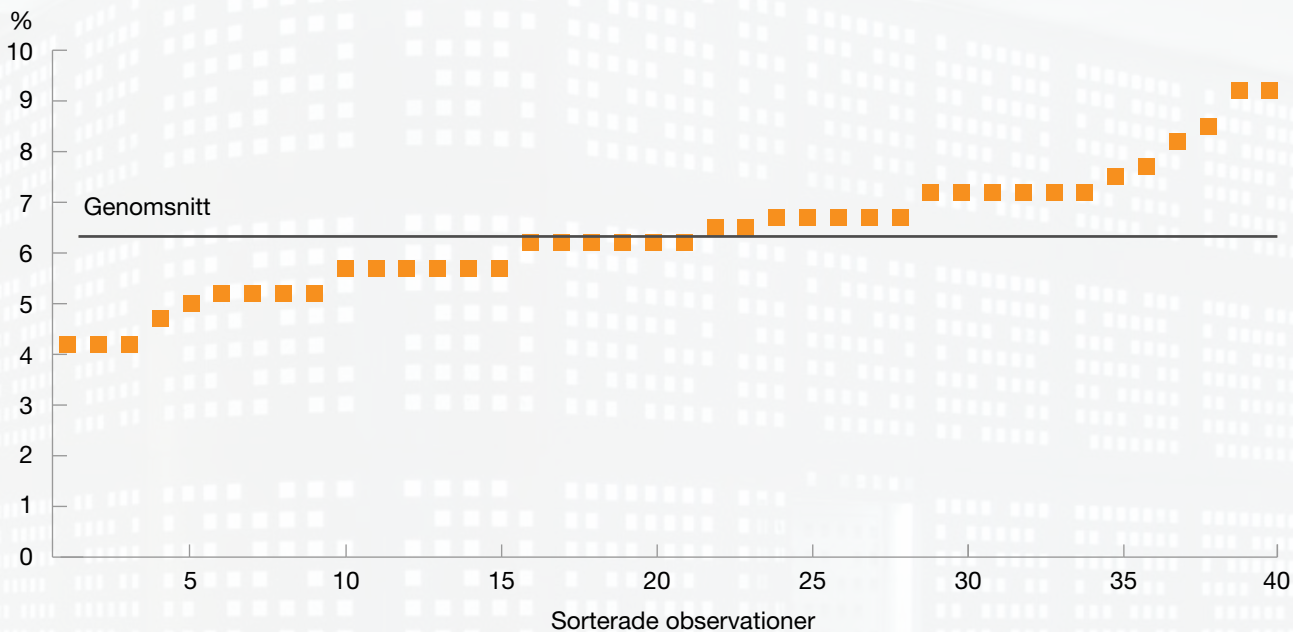
Fondkommissionärer uppvisar den största ökningen av marknadsriskpremie jämfört med föregående års studie, från 5,8% till 6,5%, motsvarande en ökning om 0,7 procentenheter.

Kategorin Förvaltare anger en marknadsriskpremie om 5,8%, en minskning med 0,5 procentenheter jämfört med förra årets studie.

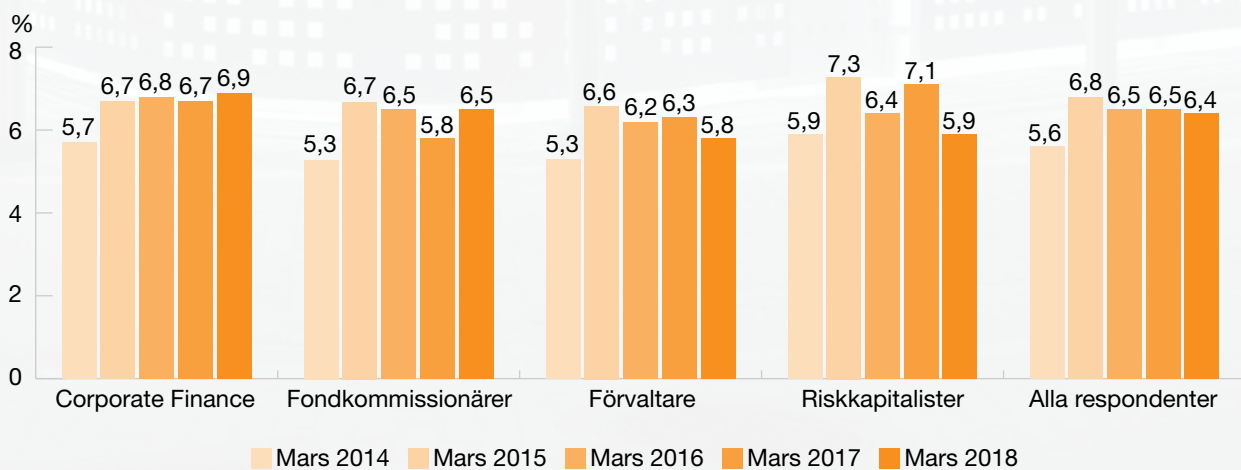
Respondenter i kategorin Riskkapitalister svarar för den största minskningen av marknadsriskpremie jämfört med föregående år, från 7,1% till 5,9%, motsvarande en minskning om 1,2 procentenheter.

Således är Corporate Finance och Förvaltare de kategorier som uppvisar högst, respektive lägst, marknadsriskpremie i årets studie.

## Storlek på marknadsriskpremien – Spridning av enkätsvaren



## Marknadsriskpremie per kategori



# Risikfri ränta i avkastningskravet

Årets studie visar att andelen respondenter som använder 10-åriga eller 5-åriga statsobligationer som referensränta för en riskfri investering har ökat, från 73% till 83%.

Av respondenterna angav 70% att de använder den 10-åriga svenska statsobligationsräntan som underlag för den riskfria räntan vid fastställande av avkastningskrav på aktier, en ökning med 8 procentenheter från föregående års studie.

Vidare svarade 13% att de använder den 5-åriga statsobligationsräntan medan cirka 18% angav att de använder andra, såväl långa som korta, räntor än statsobligationsräntor.

Av de respondenter som angett att de använder sig av en annan referensränta uppger hälften att de applicerar en normaliserad riskfri ränta. Resterande respondenter uppger att de använder sig av statsobligationer med längre historik.

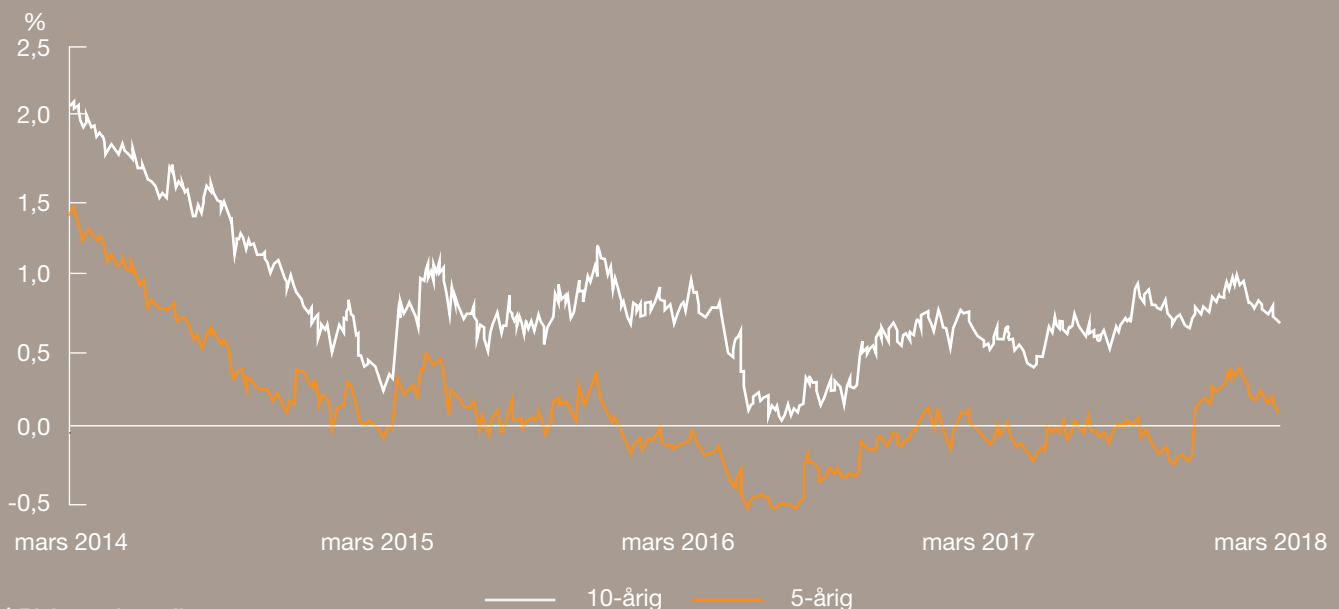
## Respondenternas val av riskfri ränta\*

Ränta	Mars 2014	Mars 2015	Mars 2016	Mars 2017	Mars 2018
10-årig statsobligation	69%	66%	55%	62%	70%
5-årig statsobligation	19%	17%	13%	11%	13%
Annan ränta	13%	17%	32%	27%	18%

\* Procentsatser som inte summerar till 100% beror på avrundning.

## Statsobligationer

Källa: Riksbanken



# Storleksrelaterat riskpremietillägg

Enligt ett flertal studier krävs tillägg till det avkastningskrav som kan härledas med CAPM vid värdering av aktier i mindre börsnoterade företag. Vanligtvis mäts storleken i termer av börsvärde. För den amerikanska aktiemarknaden presenteras studieresultat årligen i Duff & Phelps "Cost of Capital Navigator" (tidigare Duff & Phelps "2017 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital").

Duff & Phelps angivna riskpremietillägg grundas på analys av långsiktiga skillnader i erhållen avkastning på aktieplaceringar beroende på bolagens marknadsvärde. De tillägg till marknadsriskpremien som anges i Duff & Phelps studie framgår i den övre tabellen nedan. För att uppskatta den storleksrelaterade riskpremien på den svenska aktiemarknaden tillfrågas aktörerna i vår undersökning om de tillämpar tillägg till avkastningskravet som härleds enligt CAPM för värdering av mindre bolag.

Då tillägg tillämpas, ombeds aktörerna kvantifiera detta med utgångspunkt i fyra olika storleksklasser av bolag (storlek definierat som börsvärde). Majoriteten av respondenterna, cirka 93%, angav att de tillämpar storleksrelaterade tillägg till riskpremien.

I den nedre av tabellerna sammanfattas den genomsnittligt beräknade nivån för respektive storleksklass utifrån de erhållna svaren. I tabellen anges även genomsnittligt tillämpade storleksrelaterade tillägg enligt föregående års studier.

Årets studie visar att storleksrelaterade risktillägg justerats ned marginellt jämfört med förra året för storleksklassen 5 miljarder kr och 500 miljoner kr, medan storleksklassen 100 miljoner kr har ökat med 0,1 procentenheter. För bolag med ett marknadsvärde om 2 miljarder kr anger respondenterna samma risktillägg som förra året.

## Storleksrelaterad riskpremie – Duff & Phelps, 2018 Cost of Capital Navigator

Marknadsvärde i miljoner USD	Marknadsvärde i miljoner SEK*	Storleksrelaterad riskpremie
1175 till 1 815	9 674 till 14 944	1,6%
657 till 1170	5 409 till 9 633	1,9%
299 till 657	2 462 till 5 409	2,5%
167 till 299	1375 till 2 462	3,9%

\*Beräknat på en kurs motsvarande 8,23 SEK/USD

## Storleksrelaterad riskpremie – PwC:s riskpremiestudie

Storlek	Mars 2012	Mars 2013	Mars 2014	Mars 2015	Mars 2016	Mars 2017	Mars 2018
Börsvärde 5 000 MSEK	0,7%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%
Börsvärde 2 000 MSEK	1,4%	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%
Börsvärde 500 MSEK	2,6%	2,4%	2,2%	2,3%	2,6%	2,4%	2,3%
Börsvärde 100 MSEK	3,9%	3,7%	3,7%	3,6%	3,9%	3,8%	3,9%

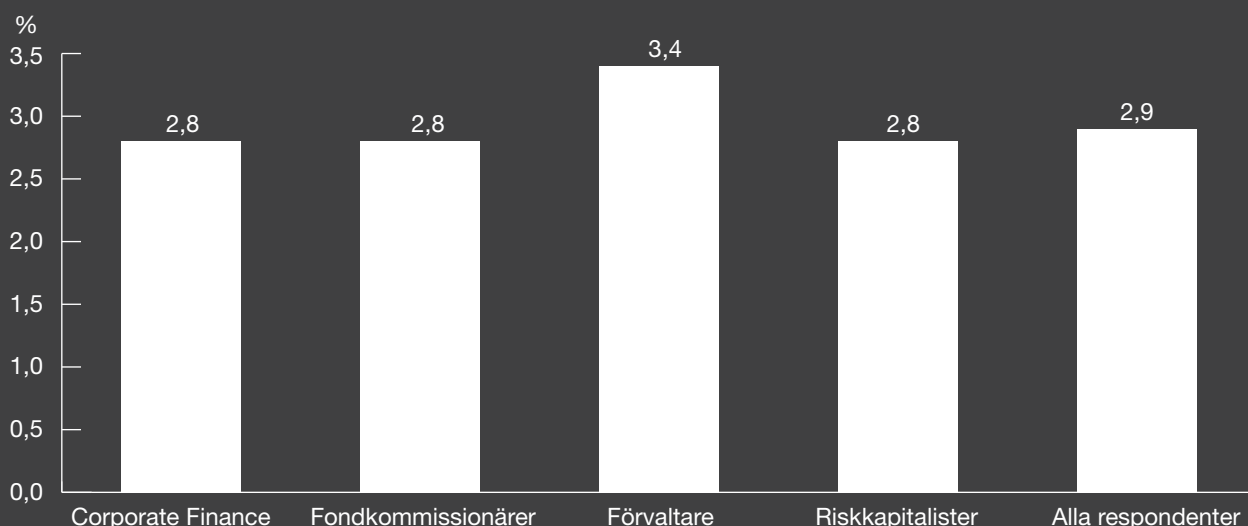
# Normaliserad långsiktig riskfri ränta

Under 2017 har de svenska statslåneräntorna fortsatt att vara på historiskt sett låga nivåer. Mot bakgrund av detta återkommer frågan från förra årets studie angående respondenternas bedömning av en normaliserad långsiktig riskfri ränta.

Respondenterna bedömer, i genomsnitt, att en normaliserad långsiktig riskfri ränta motsvarar 2,9%. Den bedömda nivån skiljer sig mellan kategorierna, men samtliga kategorier återfinns inom intervallet 2,8% till 3,4%, vilket är betydligt högre jämfört med räntan på en svensk 10-årig statsobligation. Vid studiens genomförande var den genomsnittliga räntan på en svensk 10-årig statsobligation cirka 0,8%.

Kategorin Förvaltare angav den högsta normaliserade riskfria räntan om 3,4%, medan Corporate Finance, Fondkommissionärer och Riskkapitalister samtliga bedömer den till 2,8%.

## Normaliserad riskfri ränta



# Valresultatets påverkan på utvalda sektors avkastning på Stockholmsbörsen

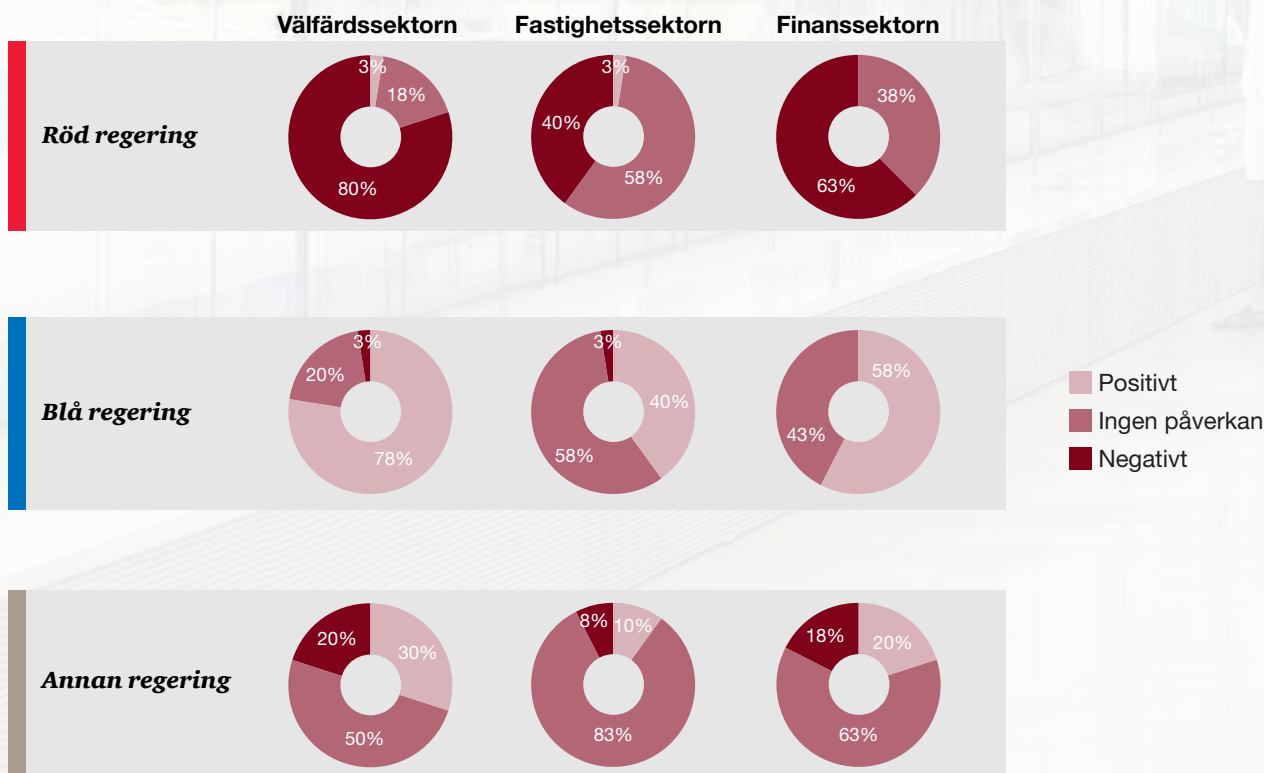
Under hösten är det riksdagsval i Sverige vilket medför en osäkerhet kring vilken politik som kommer att råda under den kommande mandatperioden. Valet kan leda till nya förutsättningar som de svenska börsbolagen kan komma att behöva agera utifrån.

Mot bakgrund av ovan ställdes i årets studie en fråga om hur respondenterna förväntar sig att en röd, blå eller annan typ av koalitionsregering under de första 100 dagarna efter riksdagsvalet förväntas påverka olika sektors avkastning på Stockholmsbörsen.

Vi konstaterar att majoriteten av respondenterna i årets studie förväntar sig att en blå regering skulle ha en positiv inverkan på samtliga sektorer medan en röd regering skulle ha en negativ inverkan på samtliga sektorer.

Välfärdssektorn uppvisar den största skillnaden mellan positiva och negativa förväntningar, där 80% av respondenterna anser att en röd regering skulle ha en negativ inverkan på välfärdssektorn medan 78% anser att en blå regering skulle ha en positiv inverkan på välfärdssektorn.

Respondenterna anser att fastighetssektorn är den av de tre sektorerna som påverkas i lägst utsträckning av riksdagsvalets utgång.



Procentsatser som inte summerar till 100% beror på avrundning.

PwC Sverige är marknadsledande inom revision, redovisning, skatte- och affärsrådgivning med 3 700 medarbetare och 100 kontor runt om i landet. Med erfarenhet och unik branschkunskap utvecklar vi värden för våra 50 000 kunder vilka utgörs av globala företag, svenska storföretag och organisationer, mindre och medelstora, främst lokala företag samt den offentliga sektorn.

PwC Sverige drivs som en självständig och oberoende juridisk enhet. Vi ingår i det globala nätverket PwC och delar våra kunskaper, erfarenheter och lösningar med 236 000 medarbetare i 158 länder för att utveckla nya perspektiv och praktiska råd.

***Läs mer på [www.pwc.se](http://www.pwc.se)***

